申万宏源研究 SWS RESEARCH

2020 年 07 月 27 日

玻尿酸产业链高景气，终端市场潜力巨大

——玻尿酸行业深度报告

看好

相关研究

"新兴可选消费及电子个股精选——2020 下半年中小市值投资策略" 2020 年 7 月 1 日

"潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利-潮玩盲盒行业深度报告" 2020 年 6 月 18 日

证券分析师
马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

联系人
马晓天
(8621)23297818×7545
maxt@swsresearch.com

本期投资提示：

- **国内生物发酵提取玻尿酸技术成熟，终端市场需求旺盛。1）**玻尿酸原料的发现始于海外，后来中国凌沛学及其团队破解生物发酵提取玻尿酸，降低提取成本，实现玻尿酸的规模化生产。伴随技术的不断成熟，玻尿酸生产和供应效率持续提升，给予需求端成长的核心动力。**2）**终端产品应用范围逐渐扩大，从医药到化妆品和食品，再到口腔护理、肿瘤治疗等新领域，终端市场潜力不断被挖掘，行业红利期逐渐延长。

- **原料端：玻尿酸原料市场高景气，食品级、化妆品级、医药级产能和销量迅速增长。1）产能：**全球玻尿酸原料生产销售 80%以上来自中国，目前原料龙头华熙生物以及销量排名第二的焦点生物产能均为 420 吨，且两家均有继续扩产的计划，未来市场整体产能有望大幅提升。**2）销量：**2018 年全球玻尿酸原料销量为 500 吨，14-18 年整体销量复合增长率为 22.8%，其中食品级、化妆品级、医药级原料销量复合增长率分别为 29.4%、18.0%、22.1%，呈现较快增长的趋势。**①食品级**原料容量目前以海外市场为主，主要由于相关保健食品在海外市场较为普遍；**②化妆品级**玻尿酸作为化妆品中较为基础的成分，需求范围不断扩大；**③医药级**玻尿酸中，用于医美的玻尿酸原料呈现高速成长的趋势。

- **产品端：玻尿酸终端产品用途广泛，主要看好化妆品和医美产品。1）**玻尿酸相关终端产品可按原料级别分别用于食品、化妆品、医药（药+医美产品）。其中食品终端市场主要在海外；化妆品端和医美端，国内增速快于海外。**2）化妆品方面，**目前有 80%以上护肤品添加玻尿酸，且玻尿酸为天猫护肤品类中提及率最高的成分，应用广泛。另外，伴随“成分党”的崛起，安全有效的玻尿酸更是受到消费者的普遍认可。**3）医美方面，**中国目前医美市场渗透率较低，且针剂类医美市场占比逐渐提升，而玻尿酸为主要的针剂类产品，14-18 年终端产品规模复合增速达 32.2%，因此玻尿酸类医美产品也有很大提升空间。

- **中国药妆市场崛起，代表品牌快速成长。**1）敏感肌、“成分党”带动中国药妆市场崛起。由于药妆成分主打安全+有效，因此深受敏感肌和“成分党”的认可。“药妆概念”在法律层面被禁止后，敏感肌、医美、械字号等相关名称热度迅速攀升，引领市场越来越细分化，带动药妆市场规模日益壮大。2）代表品牌薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜均在 20 年以来获得高速成长。依据淘数据显示，2020 年上半年薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜线上天猫淘宝销售额同比增长约 76%、6 倍、1 倍、2 倍，彰显药妆市场景气度高于整体中国化妆品市场。

- **投资建议及相关标的：**我们认为伴随中国化妆品市场的快速成长，以及其中药妆市场的崛起，成分和科技护肤是消费者购买化妆品的重要关注点，加上医美市场的渗透率不断提升，玻尿酸原料端和终端需求市场处于高速成长的赛道。**相关标的：**玻尿酸全产业链覆盖的华熙生物、鲁商发展；重点布局医美的昊海生科（A+H）、爱美客（A 股拟上市公司）；药妆市场领导者贝泰妮（A 股拟上市公司）等。

- **风险提示：**原料产能持续扩张引起价格战；医美行业的持续整顿；新成分的替代

申万宏源研究微信服务号

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

投资案件

结论和投资建议

我们认为伴随中国化妆品市场的快速成长，以及其中药妆市场的崛起，成分和科技护肤是消费者购买化妆品的重要关注点，加上医美市场的渗透率不断提升，玻尿酸原料端和终端需求市场处于高速成长的赛道。相关标的：玻尿酸全产业链覆盖的华熙生物、鲁商发展；重点布局医美的昊海生科（A+H）、爱美客（A 股拟上市公司）；药妆市场领导者贝泰妮（A 股拟上市公司）等。

原因及逻辑

1、原料端：1）销量来看，2018 年全球玻尿酸原料销量 500 吨，分为食品级、化妆品级、医药级三种，其中食品级和化妆品级占比较高，2018 年销量占比分别为 46%、50%。14-18 年食品级、化妆品级、医药级三类原料销量复合增速分别为 29.4%、18.0%、22.1%，保持较高增速。2）产能来看，目前全球原料销售企业龙头华熙生物产能 420 吨，焦点生物产能 420 吨，且也都有扩产的计划，所以未来产能有望有进一步提升。3）价格来看，医药级原料价格最高，依据华熙生物招股书显示，滴眼液级价格约 1.5 万元/kg，医美级原料超 10 万元/kg 以上，而化妆品和食品级价格大概约 1000-2000 元/kg。**所以整体原料端市场规模上涨主要由上量和扩产、以及医药级原料高单价所驱动。**

2、产品端：目前主要看好化妆品和医美产品。1）目前玻尿酸在化妆品中应用广泛，80%以上的护肤品都添加玻尿酸成分，且玻尿酸拥有安全程度高、保湿特性强的特点，在大众和高端产品线中均有布局。2）中国医美市场目前渗透率较低，较日韩、欧美等国家还有很大成长空间。另外玻尿酸针剂类是目前主要的医美注射类产品，近五年终端产品规模复合增速约为 32%，成长性比较明显。

有别于大众的认识

市场认为玻尿酸原料目前处于供大于求的状态，但我们认为玻尿酸原料端的需求还有很大被挖掘的空间。全球第二大原料生产企业焦点生物，由于供不应求，在 19 年底扩产 300 吨产能，且表示待疫情好转，420 吨产能可以达到满产满销。另外，由于玻尿酸技术的不断成熟，原料的用途拓展到宠物食品、口腔护理、肿瘤治疗等新领域，因此我们认为下游需求端有很大成长空间。

市场认为玻尿酸终端食品容量较小，但我们认为除了快速成长的化妆品和医美类产品外，食品端的容量较大。食品级玻尿酸主要用于保健食品，目前主要市场在海外，通过英国和美国主流保健食品电商网站的产品信息得，一瓶玻尿酸类保健品通常含有玻尿酸 1.5g-4.5g 不等，远高于一瓶化妆水或一支医美针剂类产品的玻尿酸用量。加上海外保健食品店分布广泛，且国内相关食品政策逐渐开放，我们认为未来食品端产品有望继续上量。

目录

1. 玻尿酸原料端市场高景气 8
1.1 玻尿酸为优质保湿因子，应用于医药、食品、化妆品 8
1.2 全球原料销量快速提升，医药级价格和毛利率较高 10
1.3 中国为全球最大的玻尿酸原料生产销售国 11
2. 玻尿酸产品端用途广泛 13
2.1 医药级：医疗美容较高占比，眼科、骨科龙头集中 13
2.1.1 骨科和眼科企业集中度高，产品已拥有较成熟的市场 13
2.1.2 玻尿酸为主要医美针剂类产品，市场空间大 15
2.2 化妆品级：用于护肤+彩妆，终端需求不断增加 19
2.3 食品级：普遍用于保健食品，海外市场容量大 20
3. 中国药妆市场崛起，代表品牌快速增长 21
3.1 欧美日本率先兴起，中国敏感肌+“成分党”带动药妆崛起 21
3.2 安全+有效为药妆主要特征，医美类化妆品热度攀升 24
3.3 药妆代表品牌：薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜 25
4. 玻尿酸产业链相关企业 30
4.1 华熙生物：玻尿酸原料龙头，化妆品、医美高成长 30
4.1.1 全球领先微生物发酵技术平台，原料销量全球第一 30
4.1.2 盈利能力稳定，化妆品业务占比提升 32
4.1.3 目标打造玻尿酸护肤第一品牌润百颜，米蓓尔、夸迪潜力巨大 33
4.2 鲁商发展：收购福瑞达、焦点，玻尿酸龙头扬帆起航 35
4.2.1 收购福瑞达、焦点生物，完成玻尿酸产业链的完整布局 35
4.2.2 化妆品、药品毛利率较高，公司盈利能力不断提升 36
4.2.3 旗下化妆品品牌快速成长，C 端营销不断加强 37
4.3 昊海生科：生物医用材料领导者，重点布局眼科+医美 38
4.3.1 外延并购起家，自主研发充实业务模块 38
4.3.2 人工晶状体全产业链布局，眼科粘弹剂市场领先 39
4.3.3 国产注射玻尿酸市场领先，海薇、姣兰协同发展 40
4.4 爱美客：国内玻尿酸针剂类医美市场领先企业 42
4.5 贝泰妮：药妆领先品牌薇诺娜母公司 44
5. 投资建议 46

图表目录

图 1：玻尿酸分子结构图 8
图 2：玻尿酸发展历程 9
图 3：全球玻尿酸原料市场销量 10
图 4：滴眼液级近 2 万元/kg，注射级超 10 万元/kg 11
图 5：化妆品级和食品级分别近 2000 和 1500 元/kg 11
图 6：医药级毛利率高于化妆品级和食品级 11
图 7：2018 全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量） 12
图 8：14-18 年中国透明质酸原料市场销量 CAGR 22.8% 12
图 9：14-18 年中国透明质酸原料市场规模 CAGR 15.4% 12
图 10：中国医药级透明质酸终端产品市场规模，医美占据主导 13
图 11：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模 14
图 12：中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额占比 14
图 13：中国眼科治疗的透明质酸产品市场规模 15
图 14：中国眼科手术的透明质酸产品市场份额占比 15
图 15：玻璃酸钠滴眼液品牌：海露、润洁、爱丽 15
图 16：主要玻尿酸注射类项目一览 16
图 17：非手术类医美项目的市场份额逐年增多 16
图 18：2018 年中国注射医美分布及增速 17
图 19：注射玻尿酸塑性热销榜，海外品牌占主导 17
图 20：2018 年各医美消费大国的千人渗透率 18
图 21：2018 年中韩 18-40 岁女性医美用户渗透率 18
图 22：2018 中国医美透明质酸产品市场销量占比 18
图 23：中国医美透明质酸产品市场按销售额占比 18
图 24：医美类面膜中玻尿酸成分含量名列前茅，且产品成交额环比提升 19
图 25：玻尿酸化妆品代表 19
图 26：玻尿酸为天猫护肤类产品提及最高的成分 20
图 27：高端和奢侈化妆品份额不断提升 20

图 28：英国和美国保健食品的玻尿酸含量通常为 1.5g-4.5g/瓶不等.....21
图 29：法国巴黎 Pharmacie 门店.....22
图 30：日本大国药妆门店.....22
图 31：“药妆”概念一度曾被禁止.....23
图 32：敏感肌成为药妆的代名词，热度甚至更高.....23
图 33：安全、专业等为药妆主要特征.....24
图 34：“医美”“械字号”热度上升.....24
图 35：医美面膜占敏感肌市场份额最高.....25
图 36：2019/09MAT 医美产品中，械字号产品占比近 84%.....25
图 37：中国药妆十大品牌.....25
图 38：薇诺娜热销产品.....26
图 39：薇诺娜 20 年上半年天猫淘宝销售额同比增长 76%.....27
图 40：薇诺娜种草来源主要为抖音.....27
图 41：罗云熙、吴宣仪代言薇诺娜.....27
图 42：玉泽积雪草面膜、修护保湿霜、身体乳、屏障修护保湿水（左—右）.28
图 43：20H1 玉泽天猫淘宝销售额 4.8 亿元(+6 倍).....28
图 44：玉泽种草来源主要为直播和医院推荐.....28
图 45：颐莲次抛、喷雾、精华（左—右）.....29
图 46：20H1 颐莲天猫淘宝销售额 9650 万元.....30
图 47：颐莲抖音话题和小红书官方帐号.....30
图 48：华熙生物拥有发酵技术、交联技术两大平台.....31
图 49：公司原料端收入中化妆品级占比最高.....31
图 50：公司原料端销量化妆品级占比近 70%.....31
图 51：公司 19 年收入 18.9 亿元（+49%）.....32
图 52：公司 19 年归母净利润 5.9 亿元（+38%）.....32
图 53：公司化妆品业务快速增长.....32
图 54：公司毛利率和净利率近年来比较稳定.....33
图 55：公司销售费用率和研发费用率上升.....33
图 56：润百颜 20H1 天猫淘宝销售额 1.7 亿元.....34
图 57：润百颜热销产品.....34

图 58：润百颜故宫口红 34
图 59：润百颜哆啦 A 梦限定 34
图 60：米蓓尔 20H1 天猫淘宝销售额 1.1 亿元 35
图 61：夸迪 20H1 天猫淘宝销售额 5968 万元 35
图 62：公司完整布局玻尿酸产业链 36
图 63：公司 19 年营收破百亿，同比增长 16.6% 36
图 64：公司 19 年归母净利润翻倍，至 3.4 亿元 36
图 65：毛利率、净利率近 3 年来不断攀升 36
图 66：药品、化妆品拥有较高毛利率 36
图 67：颐莲 20H1 天猫淘宝销售额 9650 万元 37
图 68：瑷尔博士 20H1 天猫淘宝销售额 6390 万元 37
图 69：颐莲次抛、水乳、精华、喷雾产品图 38
图 70：瑷尔博士精华、益生菌水乳产品图 38
图 71：公司发展历程 39
图 72：公司部分项目进度 39
图 73：眼科收入主要来自人工晶状体 40
图 74：眼科业务主要产品 40
图 75：公司人工晶状体品牌 40
图 76：玻尿酸为公司主要针剂类医美产品 41
图 77：海薇和姣兰品牌介绍 41
图 78：“姣兰”收入占比逐渐提升 41
图 79：玻尿酸产品整体单价有所下滑，毛利率微降 41
图 80：公司 19 年收入 5.6 亿元（+74%） 42
图 81：公司 19 年归母净利润 3.1 亿元（+149%） 42
图 82：公司 19 年毛利率、净利率分别为 93%、53% 42
图 83：公司整体费用率近年来有所下滑 42
图 84：公司主要医美品牌介绍 43
图 85：爱芙莱和嗨体收入占比较高 43
图 86：各品牌毛利率逐渐上升 43
图 87：公司 19 年总收入 19.4 亿元（+56.7%） 44

图 88：公司 19 年归母净利润 4.1 亿元（+58%）.....44
图 89：毛利率和净利率分别稳定 80%和 20%以上.....44
图 90：公司销售费用率较高.....44
图 91：公司旗下主要品牌及定位.....45
图 92：公司线上销售以自营为主.....45
图 93：线上自营和分销的销售模式介绍.....45

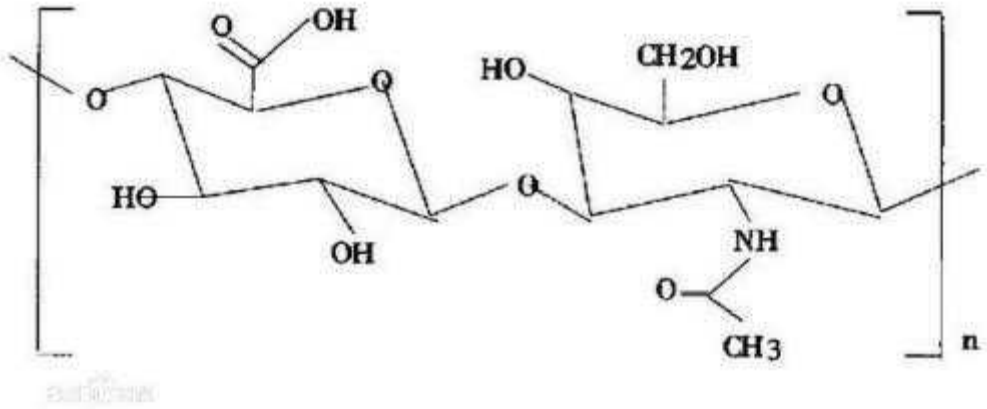
表 1：玻尿酸原料可分为医药级、化妆品级、食品级.....9
表 2：中国企业透明质酸原料出口均价低于海外企业.....13
表 3：中国医疗美容透明质酸产品市场中获得 NMPA 认证的企业.....17
表 4：欧美、日本药妆市场主要品牌介绍.....22
表 5：热门化妆品成分功效及代表产品.....24
表 6：薇诺娜热门产品情况.....26
表 7：玉泽热门产品情况.....28
表 8：颐莲热门产品情况.....29
表 9：2016-2019 年公司各产品类型毛利率.....33
表 10：润百颜热销产品信息.....34
表 11：山东福瑞达医药集团的业绩承诺及完成情况.....37
表 12：相关标的盈利预测.....47

1. 玻尿酸原料端市场高景气

1.1 玻尿酸为优质保湿因子，应用于医药、食品、化妆品

玻尿酸学名透明质酸，拥有优质保湿性能等多种生物功能。玻尿酸是由双糖单位 D-葡萄糖醛酸和 N-乙酰葡糖胺组成的一种不含硫的直链黏多糖，广泛分布于人体的结缔组织、上皮组织和神经组织内。其独特的分子结构和理化性质在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节、调节血管壁的通透性、调节蛋白质和水电解质的扩散及运转、促进创伤愈合等。尤为重要的是，透明质酸分子能够最大吸收其重量 1000 倍的水分，因此可作为一种优质的保湿成分，具有极高的临床应用价值，被称为天然保湿因子。

图 1：玻尿酸分子结构图



资料来源：百度百科，申万宏源研究

玻尿酸发展历程：1）发现：1934 年，哥伦比亚大学的眼科教授 Meyer 和他的助手从牛的眼睛玻璃体中分离出一种新型材料，并将其命名为透明质酸，随后在动物脐带、关节滑液、皮肤、公鸡鸡冠和牛眼玻璃体等多个动物组织内都分离出了相同的成分。**2）发展初期：**玻尿酸只能从动物组织内提取获得，提取分离过程复杂，提取率极低，增加了成本，导致规模化生产难以实现，限制了玻尿酸行业的发展。**3）重要突破：**1985 年，日本资生堂率先采用微生物发酵制备玻尿酸，2000 年前后，交联技术出现，逐渐应用于医美微创填充。**国内玻尿酸市场由凌沛学教授及其团队开启。**凌沛学 1986 年从鸡冠中制备化妆品级玻尿酸，90 年代初，采用生物发酵生产玻尿酸，大大降低提取成本，实现国内玻尿酸原料的规模化生产。4）目前玻尿酸广泛应用于眼科、骨科、皮肤科、化妆品、食品等领域中。

图 2：玻尿酸发展历程

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

玻尿酸按分子量的范围可分为大、中、小三种类别。大分子玻尿酸的分子量范围通常是 1,800,000-2,200,000 Dalton，在水溶液中较为粘稠且在人体中代谢时间较长。小分子玻尿酸的分子量范围通常是 400,000-1,000,000 Dalton，在人体中代谢较快。动物组织提取法获得的玻尿酸分子量一般在 200,000 Dalton-2,000,000 Dalton 之间，而微生物发酵法既可以获得分子量大于 2,000,000 Dalton 的玻尿酸，也能够通过后期的化学降解技术或微生物酶切技术，获得分子量小于 200,000 Dalton 的玻尿酸。

玻尿酸按用途和技术要求可分为医药级、化妆品级和食品级，主要的行业壁垒体现在技术方面。医药级别的玻尿酸对于质量和纯度的要求最高，其次是化妆品级，最后是食品级。企业在生产医药级玻尿酸时，首先需要经过 GMP 的质量审核和稳定性考察，还需要药品生产许可证、药品批准文号等，整个过程一般需要 2-5 年。企业技术也决定了产品的成本和质量，是行业内的核心竞争力。

表 1：玻尿酸原料可分为医药级、化妆品级、食品级

分类	用途	主要功能	技术标准
医药级	注射液透明质酸	作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛	对纯度要求较高；必须通过原料
		作为润滑剂用于预防手术黏连	药和辅药的审批流程；注射级在
		作为粘弹剂用于眼科手术	核酸、内毒素等杂质控制方面，
		作为塑形填充剂用于防皱抗衰老	有较滴眼液级 减轻药物刺激、延
	滴眼液透明质酸	用做减轻药物刺激，延长药效的药物载体	长药效等严苛的要求。
化妆品级	外敷透明质酸	用于各种保湿类护肤品中	对杂质和含量控制有一定要求
食品级	食品用透明质酸	用于营养补充食品中	对技术要求较低，附加值也较低

资料来源：弗若斯特沙利文，中国产业信息，申万宏源研究

1.2 全球原料销量快速提升，医药级价格和毛利率较高

全球透明质酸原料销量呈现高速增长态势，市场高景气。伴随生物发酵技术的不断突破以及交联技术的不断成熟，以玻尿酸为原料的产品及服务近年来呈现高度火热的态势。根据弗若斯特沙利文报告显示，2018 年全球透明质酸原料市场销量达到 500 吨，14-18 年复合增长率为 22.8%，预计 2023 年全球市场销量能达到 1150 吨。

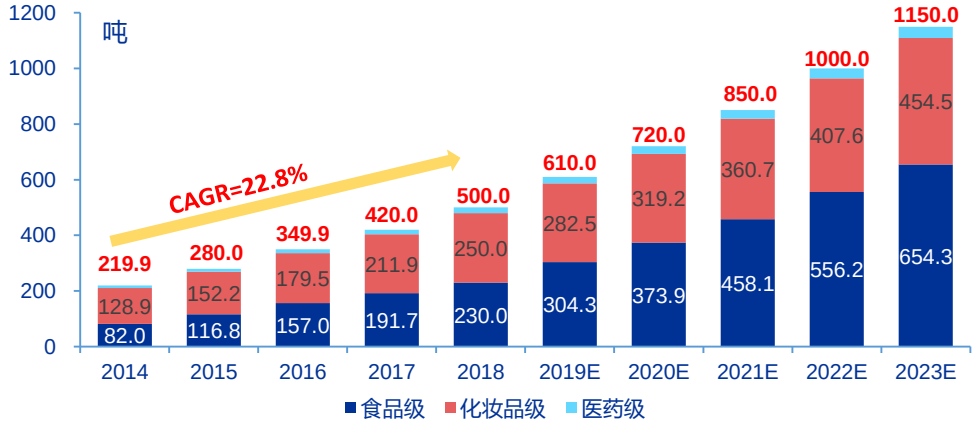
销量：2018 年化妆品级销量占主导，食品级未来增速较快

1）化妆品级玻尿酸原料销量在 14-18 年占主导，复合增速为 18%。玻尿酸在化妆品原料中主打保湿功能，吸水量可以根据环境湿度调节，满足皮肤在不同环境和时间下的保湿需求，同时兼具保护皮肤屏障的特性，减少紫外线透射，促进表皮细胞增殖分化、清除自由基，达到双重保护。

2）18 年食品级玻尿酸销量同比增长 20%达 230 吨，18-23 年复合增速预计可实现 23.3%的高增长。玻尿酸作为食品原料已在多个国家和地区得到认可，在国外主要用于口服保健食品类，因此国外市场增量较大。国内市场已上市的含玻尿酸的保健食品有 20+种，功能大多数为改善皮肤水分和增加骨密度。

3）医药级用量较小，但价格远高于其他级别。医药级玻尿酸是玻尿酸原料中附加值最高的产品。医药级 14-18 年销量复合增长率为 22.1%，未来 18-23 年预计复合增长率为 15.6%。

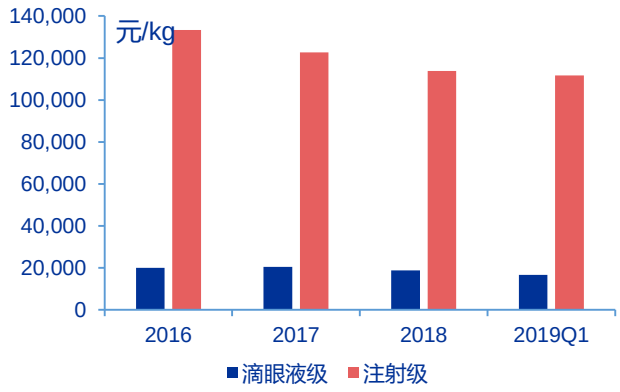
图 3：全球玻尿酸原料市场销量



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

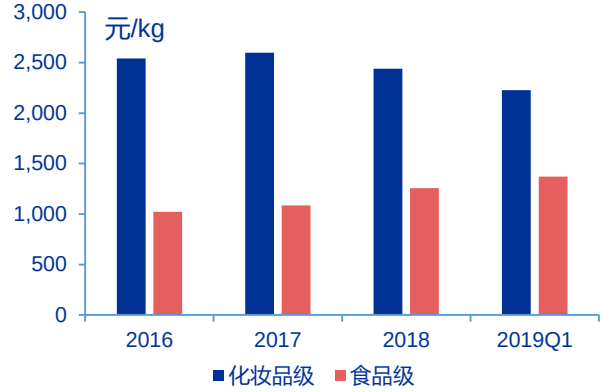
价格：医药级玻尿酸原料价格远高于化妆品级和食品级。依据华熙生物招股说明书显示，华熙滴眼液级玻尿酸 2019Q1 价格为 1.7 万元/kg；注射级价格最高，近乎为化妆品级的 50 倍，2019Q1 华熙注射剂玻尿酸超 10 万元/kg；化妆品级和食品级玻尿酸原料价格相对较低，2019Q1 价格分别为 2226 元/kg 和 1370 元/kg，且化妆品级价格处于下滑、食品级价格处于上升的趋势。

图 4：滴眼液级近 2 万元/kg，注射级超 10 万元/kg



资料来源：华熙生物招股书，申万宏源研究

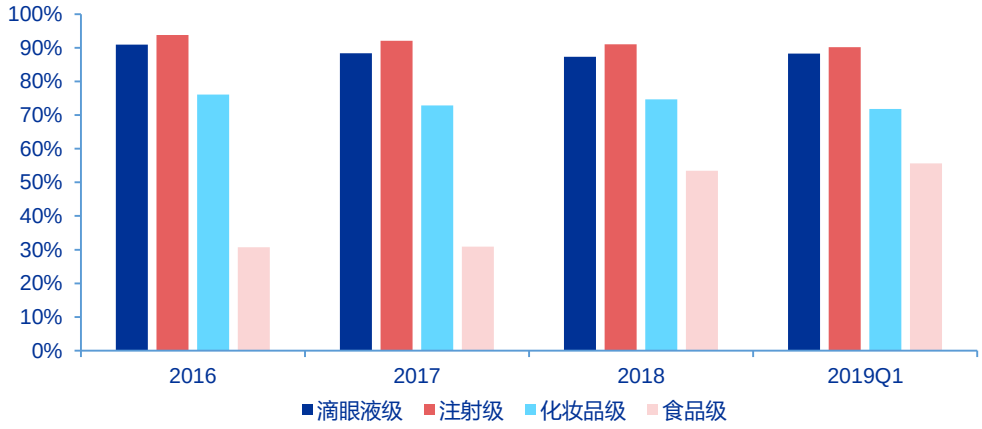
图 5：化妆品级和食品级分别近 2000 和 1500 元/kg



资料来源：华熙生物招股书，申万宏源研究

毛利率：医药级毛利率高于化妆品级和食品级，主要由于价格较高。依据华熙生物招股说明书显示，华熙医药级和化妆品级玻尿酸原料毛利率相对比较稳定。其中，滴眼液级稳定在 88%左右，注射级 90%左右，化妆品级稳定在 70%以上。华熙食品级毛利率近年来明显上升，目前稳定在 55%左右，2018 年食品级毛利率为 53.4%，同比大幅度上升 22.5pct，主要由于 18 年食品级原料价格同比增长 16%，且起初食品级并非公司重点领域，量比较小。

图 6：医药级毛利率高于化妆品级和食品级



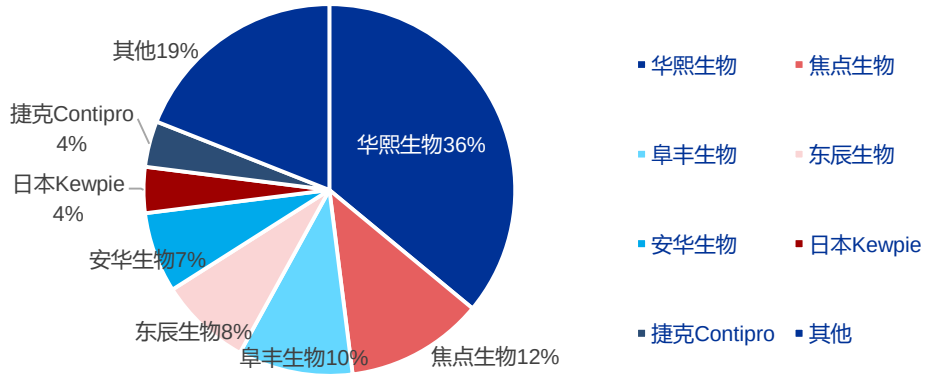
资料来源：华熙生物招股书，申万宏源研究

1.3 中国为全球最大的玻尿酸原料生产销售国

2018 年中国玻尿酸原料的总销量占全球总销量的 86%。依据弗若斯特沙利文报告显示，全球玻尿酸原料销量排名前五的企业，均为中国企业，其中华熙生物是世界最大的玻尿酸生产及销售企业，2018 年销量占比 36%。其它销量排名靠前的中国企业有焦点生物（占比 12%）、阜丰生物（占比 10%）、东辰生物（占比 8%）、安华生物（占比 7%）等，海外企业有日本 Kewpie、捷克 Contipro 等，市场集中度较高。

龙头企业纷纷扩产。华熙生物收购东辰生物子公司佛思特，2019 年华熙玻尿酸产能为 320 吨，收购之后产能达 420 吨/年，且公司自身也在天津设立生产基地，继续扩产。焦点生物 19 年原有产能 120 吨，11 月增设 300 吨产能，目前共计 420 吨化妆品级和食品级产能，医药及产能已备案，目前正在建设过程中。因此未来玻尿酸产能预计有大幅提升，并且龙头地位愈发凸显。

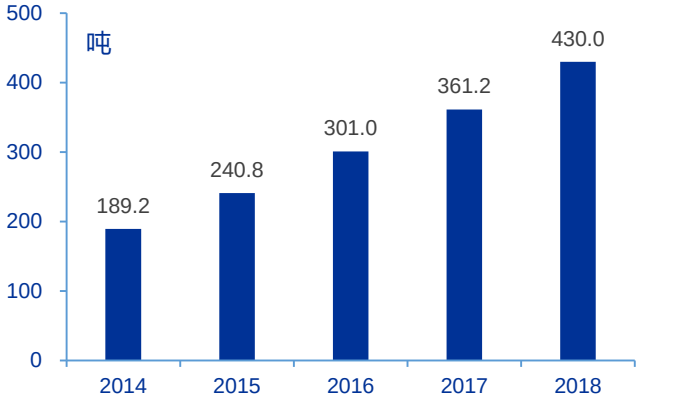
图 7：2018 全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

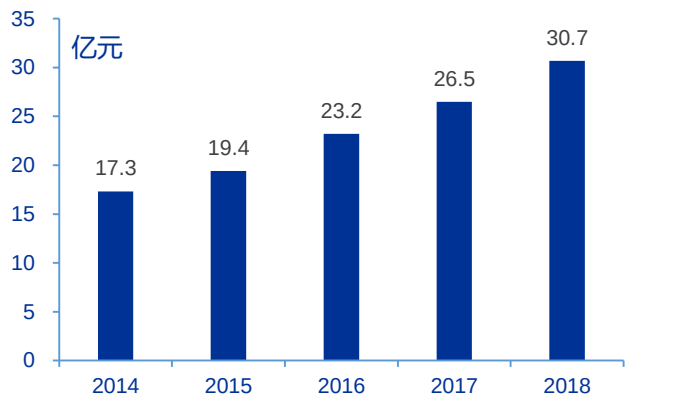
中国透明质酸原料市场销量和规模持续增长。1）销量方面涵盖内销销量和出口销量，整体 14-18 年复合增速达 22.8%。弗若斯特沙利文表示，出口销量占主导且在国际市场中具有较强竞争力。中国企业在成本方面有优势，出口价格低于国际企业同等产品，依据华熙生物的招股书，2018 年中国企业出口医药级和其他级别的透明质酸原料均价几乎低于海外企业出口均价的 1/2。2018 年中国透明质酸原料出口销量约为 292 吨，14-18 年复合增长率为 35.2%，出口企业中华熙生物占比 34.0%，焦点生物占比 16.6%，产业集中度较高。**2）规模方面，**由于终端需求和市场渗透率的不断提高，以及透明质酸的应用领域不断拓展，且中国的研发技术不断提升，市场规模 18 年达到 30.7 亿元，同比增长 15.8%，14-18 年 CAGR 为 15.4%。

图 8：14-18 年中国透明质酸原料市场销量 CAGR 22.8%



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 9：14-18 年中国透明质酸原料市场规模 CAGR 15.4%



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

表 2：中国企业透明质酸原料出口均价低于海外企业

地区	透明质酸原料级别	2018 年平均售价
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	2,700-25,000 美元/KG
	其他级别透明质酸原料	150-500 美元/KG
海外企业出口均价	医药级透明质酸原料	7,000-50,000 美元/KG
	其他级别透明质酸原料	400-1,200 美元/KG

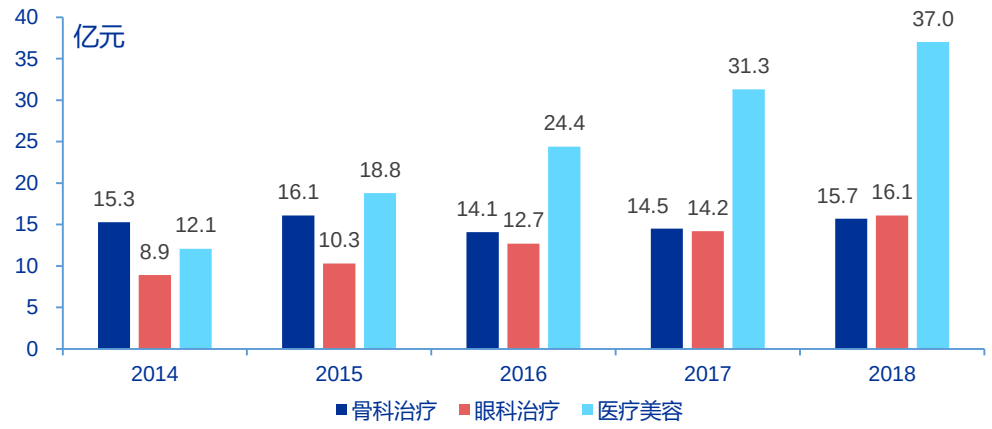
资料来源：华熙生物招股书，申万宏源研究

2. 玻尿酸产品端用途广泛

2.1 医药级：医疗美容较高占比，眼科、骨科龙头集中

医药级玻尿酸终端产品主要涵盖三个应用领域：医疗美容、骨科治疗和眼科治疗。其中医疗美容拥有较高占比和高复合增速，2014 年医药级玻尿酸医美产品市场占比整体医药级产品 33.3%，2018 年比例上升至 53.8%，14-18 年玻尿酸医疗内容终端产品规模复合增长率为 32.2%，体现出中国玻尿酸医美市场的高速发展。骨科产品规模增速较低，14-18 年复合增长率为 0.65%。眼科产品 14-18 年复合增长率为 16.0%，产品规模逐渐上行。

图 10：中国医药级透明质酸终端产品市场规模，医美占据主导



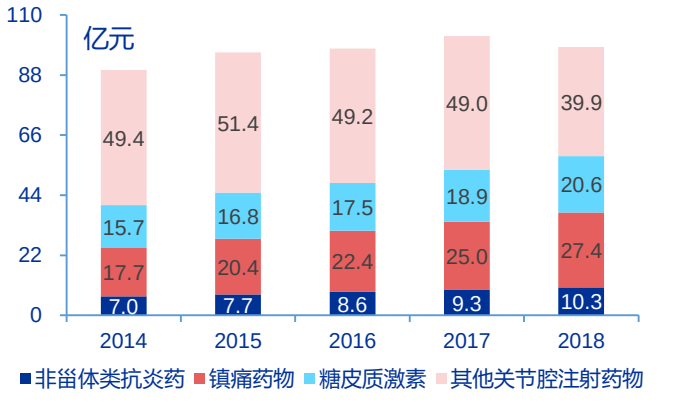
资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.1.1 骨科和眼科企业集中度高，产品已拥有较成熟的市场

骨科玻璃酸钠注射液广泛用于骨关节炎，行业 CR3 市场份额超 70%。依据弗若斯特沙利文报告显示，中国膝骨关节炎总患病人数超过 1.1 亿，且患病率随年龄增加而升高，在 50 岁以上人群中，膝骨关节炎患病率正在成倍增长，目前玻璃酸钠注射液已在中国拥有成熟的应用市场，且行业集中度较高，近年来昊海生物市占率稳定第一，博士伦福瑞达稳定第二。

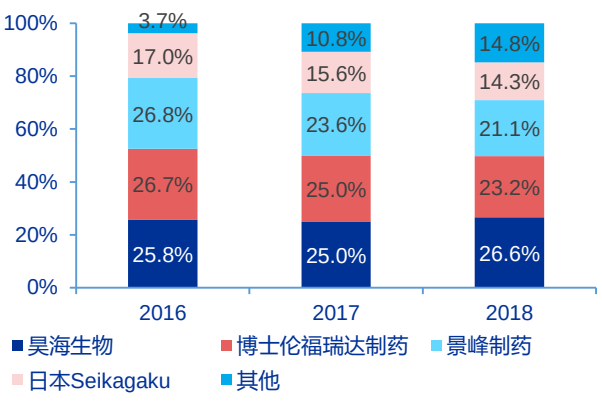
玻璃酸钠市场规模保持稳定增长。目前我国用于治疗骨关节炎的注射类药物有四类：非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其它关节腔注射液（包括透明质酸产品，即玻璃酸钠注射液），2018 年整体市场规模达到 98.2 亿元，14-18 年复合增长率为 2.3%，其中含玻璃酸钠的其他关节腔注射液市场规模有所下滑，主要由于国家对相关产品的管制增加。但玻璃酸钠作为关节补充滑液，具备良好生物相容性，不良反应少，因此市场规模稳定增长，依据弗若斯特沙利文报告显示，玻璃酸钠注射液市场规模 14-18 年复合增长率约为 0.6% ,且预计 2021 年中国骨科治疗玻璃酸钠注射液的市场规模约达到 20 亿元人民币。

图 11：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 12：中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额占比

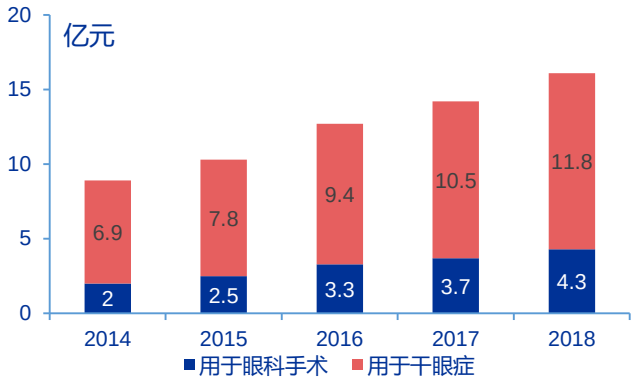


资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

眼科方面，玻尿酸主要用于眼科手术中的粘弹剂和治疗干眼症的人工泪液。玻尿酸粘弹剂主要应用于白内障手术中，起到暂时性支撑手术空间，避免眼部受到手术器械损伤的作用。根据弗若斯特沙利文分析 ,2018 年中国 60 岁以上老龄化人口为 2.3 亿人 ,预计 2023 年将达到 2.5 亿人。受到人口老龄化、用眼方式不当等因素的影响，中国 2018 年有白内障患者 1.7 亿人，预计在 2023 年达到 2.3 亿人。手术作为白内障的唯一治疗方式，将为玻尿酸粘弹剂的应用带来巨大的市场。

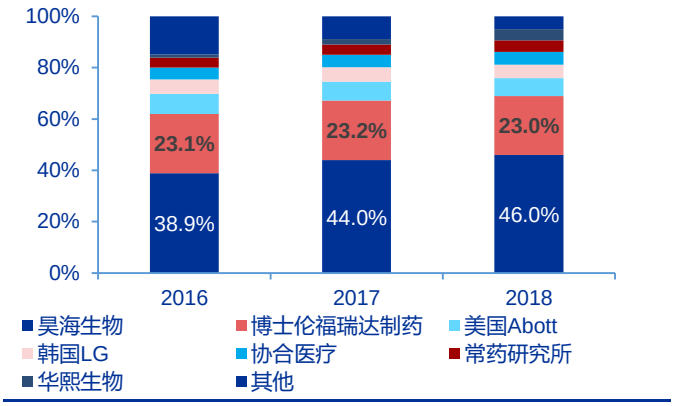
玻尿酸眼科手术产品市场增速较快。2018 年中国眼科治疗的透明质酸产品市场规模达到 16.1 亿元人民币，2014-2018 年复合增长率达到 16.0%；其中用于眼科手术的透明质酸粘弹剂增速较快，2014-2018 年复合增长率为 21.1%。根据弗若斯特沙利文分析预测，中国眼科治疗透明质酸产品整体市场规模将进一步扩大，预计在 2021 年达到约 22.0 亿元人民币。

图 13：中国眼科治疗的透明质酸产品市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 14：中国眼科手术的透明质酸产品市场份额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

除白内障手术需求外，滴眼液类眼科产品也应用广泛。玻璃酸钠滴眼是一种人工泪液，主要针对眼睛疲劳干涩以及干眼症等情况。目前热度较高的品牌为德国海露、博士伦福瑞达的润洁、参天制药的爱丽。其中博士伦福瑞达润洁是第一个提出可以缓解视疲劳的滴眼液品牌，于 2000 年左右上市，上市当年达到 1 亿元的销售收入。

图 15：玻璃酸钠滴眼液品牌：海露、润洁、爱丽

资料来源：小红书，淘宝网，申万宏源研究

2.1.2 玻尿酸为主要医美针剂类产品，市场空间大

医药级玻尿酸主要市场为医美针剂类产品，而目前玻尿酸为主要注射类产品，且中国市场目前渗透率较低，拥有很大成长空间。

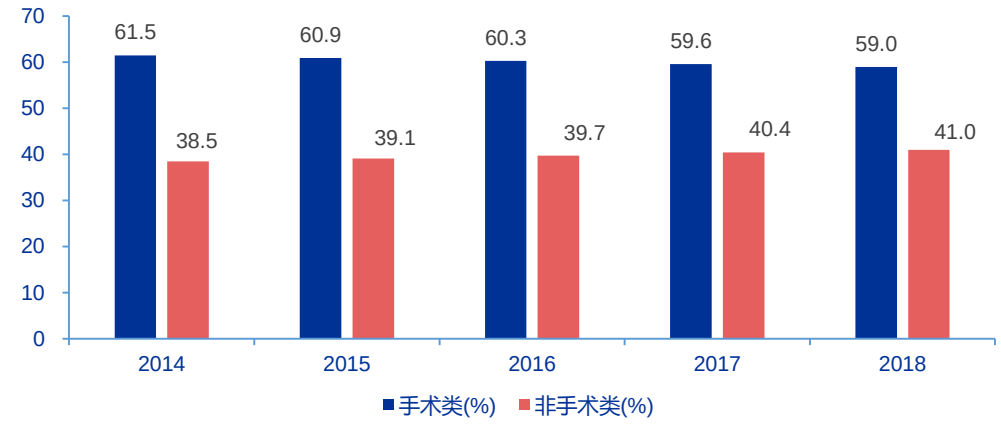
玻尿酸针剂类项目按功能分类可分为：1）快速补水，比如水光针等项目；**2）填充和塑性，**比如隆鼻、填充下巴和额头、丰苹果肌、丰唇等项目；**3）除皱，**比如祛法令纹、鼻唇纹、抬头纹等项目。价格方面，填充和塑性类价格较高，500 至万元不等（下图价格范围不完整，为大部分产品价格范围）。

图 16：主要玻尿酸注射类项目一览

资料来源：新氧 APP，申万宏源研究

非手术类医美项目市场份额逐渐增多。医美可以大致分为手术类型和非手术类型，相比于手术类，以注射类为代表的非手术类微创医疗美容，有价格较低、恢复时间较快且风险较低的特点，因此近年来也有更高的市场接受度。根据前瞻产业研究显示，14-18 年非手术类医美项目的市场份额由 38.5%提升至 41.0%，处于稳步上升的态势。

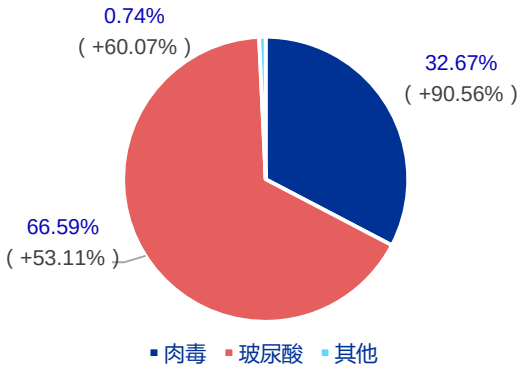
图 17：非手术类医美项目的市场份额逐年增多



资料来源：前瞻产业研究，申万宏源研究

玻尿酸为主要注射类医美产品，国际品牌玻尿酸较国产品牌更受欢迎。新氧医疗美容行业白皮书显示，2018 年中国医美注射类产品规模中，玻尿酸（透明质酸）占比 66.6%，同比增长 53.1%，排名第二的为肉毒，占比 32.7%，同比增长 90.6%。新氧 APP 的玻尿酸塑形热销榜单中，韩国 LG 伊婉品牌成为 TOP1，昊海生物的海薇位列 TOP5，华熙生物的润百颜为第二国产受欢迎品牌。如今中国已有 14 家海内外企业持有 NMPA（国家药品监督管理局）认证，可生产销售医美类玻尿酸填充剂，其中内资企业有 8 家。

图 18：2018 年中国注射医美分布及增速



资料来源：新氧医疗美容行业白皮书，申万宏源研究

图 19：注射玻尿酸塑性热销榜，海外品牌占主导

资料来源：新氧 APP，申万宏源研究

表 3：中国医疗美容透明质酸产品市场中获得 NMPA 认证的企业

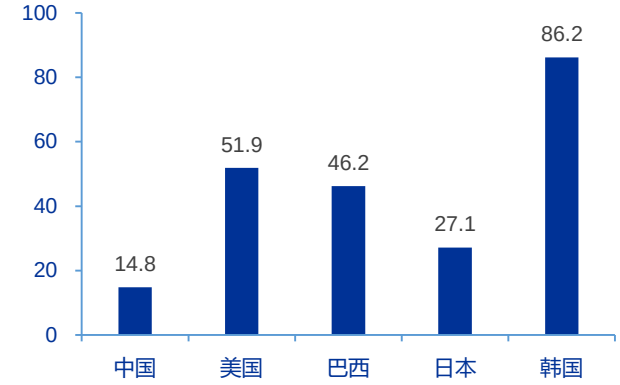
企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	生产地点	核心成分	终端价格(元/ml)
内资企业	爱美客生物	逸美	2009 年	北京	非交联 HA、羟丙基甲基纤维素的复合产品	4000-6000
		宝尼达	2012 年	北京	非交联 HA、羟丙基甲基纤维素和 PVA 微球的复合产品	4000-6000
		爱芙莱	2015 年	北京	双相交联 HA，添加利多卡因	
	华熙生物	润百颜	2012 年	山东	双相交联 HA	4600-6800
		润致	2016 年	山东	双相交联 HA，添加利多卡因	
	昊海生物	海薇	2013 年	上海	单相交联 HA	4000-6000
		姣兰	2016 年	上海	单相交联 HA	
	蒙博润生物	舒颜	2014 年	北京	双相交联 HA	
	科研生物	法思丽	2014 年	中国台湾	双相交联 HA	10000-20000
	协合医疗	欣菲聆	2015 年	杭州	双相交联 HA	
	和康生物	肤美登	2016 年	中国台湾	双相交联 HA	
	常州药物研究所	碧萃诗	2018 年	江苏	双相交联 HA	
外资企业	Q-Med	瑞蓝 2 号	2019 年	瑞典	双相交联 HA	6000-8000
		瑞蓝 3 号/Perlane	2020 年	瑞典	双相交联 HA	
	艾尔建	乔雅登	2015 年	美国	单相交联 HA	7800-10000
	LG	伊婉 classic/plus	2013 年	韩国	双相交联 HA	5000-7000
		伊婉 volume	2014 年	韩国	双相交联 HA	
		伊婉 volume plus	2016 年	韩 s 国	双相交联 HA，添加利多卡因	
	Humedix	艾莉薇	2015 年	韩国	单相交联 HA	
	CROMA	Princess	2017 年	奥地利	单相交联 HA	
	CG Bio	DANAE 达纳伊	2019 年	韩国	双相交联 HA	

资料来源：弗若斯特沙利文，德勤财务咨询，申万宏源研究

中国医疗美容市场渗透率较低，但增速为全球最快的市场之一。依据弗若斯特沙利文分析，2018 年受监管的中国医疗美容市场规模达到 1217 亿元人民币，预计在 2023 年可达到 3601 亿元人民币，复合增长率为 24.2%，拥有较快增速。未规范的市场比规范的更大，未来逐步规范化也会更有利于行业龙头。渗透率方面，依据新氧医疗美容行业白皮书

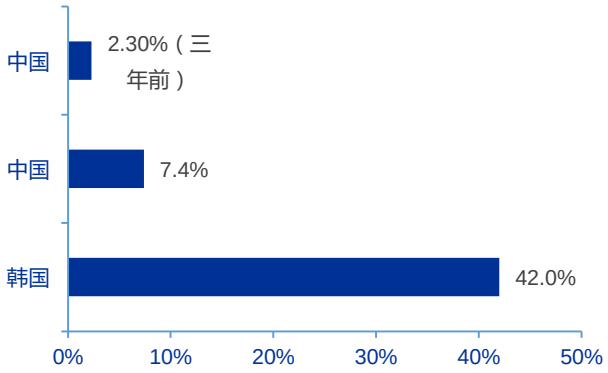
显示，2018 年中国医美类每千人诊疗的次数约为 14.8 次，仅为日本的一半，韩国的 1/6；且在 18-40 岁的女性中，中国医美市场渗透率为 7.4%，韩国达到 42%，因此中国医美市场还有较大成长空间。

图 20：2018 年各医美消费大国的千人渗透率



资料来源：新氧医疗美容行业白皮书，申万宏源研究

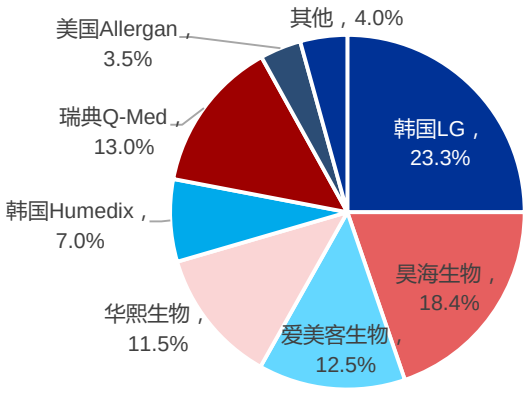
图 21：2018 年中韩 18-40 岁女性医美用户渗透率



资料来源：新氧医疗美容行业白皮书，申万宏源研究

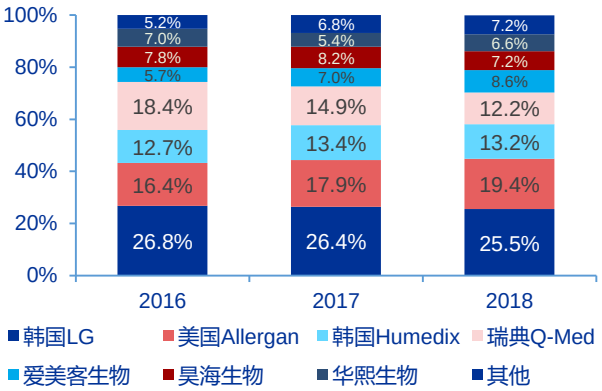
国产医疗美容透明质酸作为填充剂销量较高，但价格较低。2018 年中国医疗美容透明质酸产品市场中，按销量占比来看，TOP1 为韩国 LG（23.3%），TOP2-4 为国内企业，分别为昊海生物（18.4%）、爱美客生物（12.5%）、华熙生物（11.5%）。但由于国产品牌单价比国外品牌低，所以从销售额角度看，TOP1-4 均为国外品牌。根据弗若斯特沙利文预测，2021 年中国医疗美容玻尿酸终端产品市场规模将超过 50 亿元，本土品牌占比可达到约 30%。

图 22：2018 中国医美透明质酸产品市场销量占比



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 23：中国医美透明质酸产品市场按销售额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.2 化妆品级：用于护肤+彩妆，终端需求不断增加

化妆品级玻尿酸主要用于护肤品、彩妆等，以达到增强保湿、提高肌肤光泽等功能。依据弗若斯特沙利文研究显示，玻尿酸的保水作用是最重要的特性之一，理论上能够最大吸收其重量 1000 倍的水分，与其他保湿剂相比，玻尿酸的吸水量可根据环境湿度调节，从而满足皮肤在不同季节、不同湿度环境下的保湿需求，因此称为理想的智能保湿剂。另外，玻尿酸还具备皮肤屏障的特性，可以减少紫外线透射，并通过促进表皮细胞增殖分化和清除氧自由基，修护紫外线所致的皮肤损伤，达到双重保护。随着玻尿酸的产业化和技术发展，拥有不同物理和生物特性的玻尿酸及其衍生物逐渐推向护肤与彩妆市场，被广泛应用于护肤精华、口红、水乳膏霜、面膜、喷雾等产品。

图 24：医美类面膜中玻尿酸成分含量名列前茅，且产品成交额环比提升

资料来源：美丽修行 APP，用户说，申万宏源研究

玻尿酸护肤品代表为原液类产品，国内以华熙旗下润百颜、夸迪；福瑞达旗下颐莲品牌为主；海外以日本太阳社、德国芭乐雅、欧莱雅安瓶为主。另外，大多护肤品中也或多或少添加玻尿酸成分，比如雅诗兰黛小棕瓶、欧莱雅精华、兰蔻粉水和精华、碧柔防晒、颐莲喷雾等；部分彩妆产品，如 By Terry 散粉、完美日记粉底液等。

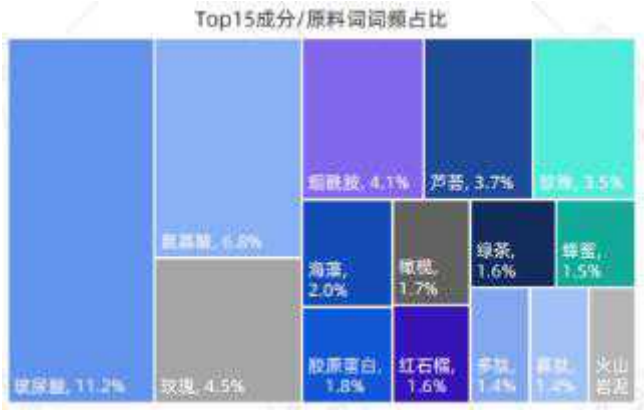
图 25：玻尿酸化妆品代表

资料来源：美丽修行 APP，小红书，申万宏源研究

玻尿酸为天猫护肤类产品提及最高的成分。在 2019 天猫护肤类产品标题提及成分和原料词词频中，“玻尿酸”一词的词频占比遥遥领先。据美丽修行 APP 显示，通常 80%以上的护肤品都会添加玻尿酸及其相关衍生成分，一般添加浓度为 0.02%-0.05%就能达到普通的保湿效果，原液级别的产品浓度可以达到 0.2%以上。

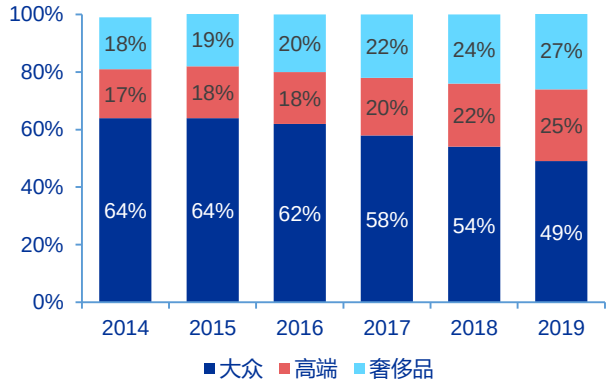
玻尿酸化妆品价格范围不断扩大，终端需求量持续提升。玻尿酸以前只用于较高端的化妆品当中，但随着技术不断突破，提取和加工玻尿酸的难度和成本有所下滑，中低端产品中也逐渐加入玻尿酸的成分，应用范围不断扩大。据智研咨询数据显示，中国大众化妆品市场份额逐渐缩小，高端和奢侈品市场逐渐扩大，加上玻尿酸原料的全价格带应用，预计未来玻尿酸化妆品终端需求将持续提升。

图 26：玻尿酸为天猫护肤类产品提及最高的成分



资料来源：用户说，申万宏源研究

图 27：高端和奢侈化妆品份额不断提升



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

2.3 食品级：普遍用于保健食品，海外市场容量大

食品级玻尿酸主要用于功能性食品，例如延缓衰老的保健品或功能性食品。口服玻尿酸食品具有补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜损伤、促进创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力、促血管生成等功效，在国外市场普遍存在。

全球食品级销量增速高于化妆品级和医药级。依据弗若斯特沙利文研究显示，2018 年全球食品级玻尿酸销量为 230 吨，占比总销量 46%，2014-2018 年销量的复合增速为 29.4%，高于化妆品级和医药级，且未来 2018-2023 年预计复合增速保持 23.2%的高增长。

在全球终端市场来看：1）海外市场占据主导，终端产品种类丰富，且线下保健品店渠道布局范围广，通过英国较大规模的保健食品店 Halland&Barrett 的电商平台看到，普遍一瓶玻尿酸保健品含玻尿酸量为 1.5g 左右（50mg/粒，一瓶 30 粒）；美国高性价比的保健品品牌 GNC 中的女性玻尿酸保健品的玻尿酸含量较高为 4.5g/瓶（150g/粒，30 粒），由此来看，玻尿酸保健食品的需求在国外较为普遍且市场容量比较大。**2）**中国市场由于监管要求，2008 年开始将玻尿酸批准为新食品原料，使用范围为保健食品原料，且食用量≤200 毫克/天，我国已上市的含玻尿酸的保健食品有二十余种，申报功能大多为改善皮肤水分和增加骨密度。

图 28：英国和美国保健食品的玻尿酸含量通常为 1.5g-4.5g/瓶不等

资料来源：Vitamin World、Holland&Barrett、GNC 线上销售网站，申万宏源研究

3. 中国药妆市场崛起，代表品牌快速增长

3.1 欧美日本率先兴起，中国敏感肌+“成分党”带动药妆崛起

“药妆”又称药用化妆品，是一种偏向功效性的化妆品或医美类的护肤品，目前在市场上并没有明确界定。**药妆与普通化妆品的区别：1）原料配方方面，**化妆品的主要原料一般为基础原料和天然添加剂，而药妆的配方更注重关键活性成分，相对在修复等方面具有更强的功效性。**2）使用目的方面，**化妆品偏向日常护肤，为了修饰现有的肌肤状态，而药妆则是在维稳的基础上，增加修复和治疗肌肤问题的功能。**3）产品特点方面，**大部分化妆品适合普通消费者，产品相对稳定且种类繁多，而药妆成分一般完全公开，甚至经过医生检测和肌肤临床测试，且在成分方面做减法，不添加色素、香料、防腐剂等表面活性剂成分。

药妆 Cosmeceutial 一词起源于美国化妆品协会，首先在欧美和日本市场流行开来。**1）欧美药妆品牌经过历史沉淀和技术创新，率先起身于药妆市场，**薇姿、理肤泉、雅漾为法国三大药妆品牌代表，是全球药妆市场的专业形象。法国生产药妆的企业多命名为专业实验室，成分通过临床测试，因此具有较高的安全性和专业性。线下 Pharmacie 门店遍布法国各个城市，内部配有专业药师，在销售药妆的同时也销售处方药和非处方药。**2）在日本，药妆店已成为主流销售渠道。**日本作为全球唯一设立药妆独立品类的国家，药妆店在日本化妆品销售渠道中排第一。而且日本对药妆有着更明确的要求，比如配方精简且完全公开，有效成分含量高、针对性强且要经过临床验证等。

图 29：法国巴黎 Pharmacie 门店

资料来源：马蜂窝旅游 APP，申万宏源研究

图 30：日本大国药妆门店

资料来源：马蜂窝旅游 APP，申万宏源研究

表 4：欧美、日本药妆市场主要品牌介绍

药妆品牌	创立时间	所属集团/原产国	独特成分	功效	线下主要销售渠道
薇姿	1931	欧莱雅/法国	硫酸性温泉水、健康活性分子	适合健康肌肤，功效性不强	超市、药房、百货
理肤泉	1928	欧莱雅/法国	碳酸性温泉水、独特成分“硒”	保湿舒缓、加快伤口愈合，适合问题肌肤	百货、药房、理疗中心
依泉	1993	Uriage 实验室/法国	依泉等渗活泉水	控油祛痘、祛斑、抗皱	百货、药房、理疗中心
雅漾	1990	皮尔法伯实验室/法国	雅漾活泉水	补水、修护肌肤水脂膜	百货、药房、理疗中心
修丽可	1994	欧莱雅/美国	高浓度左旋 C 医药专利成分	用于医美护理	皮肤科、整形外科、高端水疗中心
科颜氏	1851	欧莱雅/美国	金盏花、芦荟等自然成分	镇静舒缓、强化天然肌肤屏障	百货专柜、独立门店
悦木之源	1990	雅诗兰黛/美国	植物天然成分	针对敏感肌、痘痘肌	百货、药房、免税
自然哲理	1996	科蒂/美国	源于医美和生物医学护理	深层清洁、抗老化	百货、药妆店
雪肌精	1985	高丝/日本	汉代中药处方研制	保湿润泽、改善肤色	百货、药妆店
城野医生	1999	Ci:zHoldings/日本	医疗技术基础+神奇物质 Gel	收敛毛孔、祛痘去闭口	百货、药妆店
芙丽芳丝	2001	佳丽宝/日本	6 种天然植物萃取精华	适合受环境影响的敏感肌肤	百货、药妆店
安耐晒	1992	资生堂/日本	多重防晒α技术、胶原蛋白等	防晒	百货、药妆店
SANA 豆乳系列	1986	NOEVIR 株式会社/日本	胶原蛋白、纯天然豆腐萃取物	美白、保湿	百货、药妆店

资料来源：智研咨询，申万宏源研究

中国“药妆”概念曾因市场混乱一度被禁止。2017-2018 年，“药妆”在中国市场曾一度成为一股势不可挡的力量，一些品牌贴上了“药妆”标签，夸大功效宣传，市场比较混乱。2019 年 1 月，为规范化妆品市场，国家药监局在《化妆品监督管理常见问题解答（一）》中明确规定在国家法规层面不存在“药妆品”概念，以化妆品名义注册或备案的产品宣称“药妆”、“医学护肤品”等“药妆品”概念属于违法行为。但药监局对合法按照化妆品规范注册或备案的产品并未禁止；对国外进口 OTC 和医药部外品、在中国归类为“特殊化

妆品”并未禁止；对于使用“药”、“妆”同源成分，偏重于解决皮肤问题、改善或提高皮肤状态的产品，也并未禁止。

图 31：“药妆”概念一度曾被禁止

资料来源：国家药品监督管理局，用户说，申万宏源研究

敏感肌市场快速成长。“药妆”概念在法规层面被禁止之后，我国“药妆”市场并没有就此沉寂，而是延续国际市场的发展规律，分化、演进为适应法规现状的产品继续风生水起，市场规模越来越大，市场越来越细分，名称越来越多样化。近年来皮肤敏感日渐普遍，“敏感肌”等问题肌肤的需求在增长，舒缓修复功效的市场也随之增长迅速，“敏感肌”成为“药妆”品牌和产品宣称的重要替代词之一。

图 32：敏感肌成为药妆的代名词，热度甚至更高

资料来源：用户说，申万宏源研究

“成分党”的发展壮大。“成分党”是指消费者熟悉成分，并用来做功效的识别。这些成分通常是“药”“妆”同源，或“药”“食”同源，经临床验证有一定功效，例如透明质酸、烟酰胺等类别。目前，成分类 KOL 增多，成分查询的渠道也增多，因此用户对主流功效成分的了解也增多，成分市场教育也越来越成熟。目前，**成分简单透明的产品热卖，热门成分成为美妆产品营销热点。**代表单品包括：玻尿酸安瓶/原液、寡肽冻干粉、肌肽原液等。

表 5：热门化妆品成分功效及代表产品

化妆品成分	主要功效	代表产品
透明质酸（玻尿酸）	补水保湿	颐莲精华/次抛、润百颜次抛、HFP 玻尿酸原液等
烟酰胺（维生素 B3）	美白	Olay 小白瓶、The Ordinary 烟酰胺精华、SK-II 小灯泡等
神经酰胺	增强皮肤屏障	贝亲婴儿润肤乳、CeraVe 乳液等
水杨酸	去角质、控油抗痘	法国珍贵水、The Ordinary 水杨酸精华、Stridex 水杨酸棉片等
视黄醇（A 醇）	抗老、调节角质层	雅顿粉胶、怡丽丝尔眼霜、EVE LOM 晚霜等
熊果苷	美白淡斑	薇诺娜熊果苷乳、The Ordinary 熊果苷精华等
维生素 C	美白	倩碧维 C 精华、修丽可美白精华、科颜氏淡斑精华等
积雪草	消炎、保湿	DR.G 面霜、欧莱雅晶莹水、Sisley 全能乳液等
角鲨烷	抗氧化、保护肌肤屏障	珂润面霜、科颜氏高保湿面霜、Cemoy 面霜等
二裂酵母	抗老、调节角质层	雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻小黑瓶、欧莱雅精华等

资料来源：美丽修行 APP，小红书，申万宏源研究

3.2 安全+有效为药妆主要特征，医美类化妆品热度攀升

安全性、专业性等为药妆的主要特征，功能性护肤品成为药妆的代名词之一。根据“药妆”与传统化妆品相比的特点——安全性、药效性、针对性和专业性，可将市面上的“药妆”分为功效性护肤、“成分党”、OTC 与“械字号”、以及药企或医院品牌。其中，功效性护肤品和“成分党”是绝大多数美妆品牌进军“药妆”市场的方式，功效性护肤品含有一定的“药”“妆”同源成分，有增加皮肤水合、修复或改善皮肤屏障、降低皮肤敏感性、抑制局部炎症反应和色素生成等功效，可缓解和改善问题肌肤，通常配方简单，不含公认致敏原，产品相对安全。

图 33：安全、专业等为药妆主要特征

资料来源：用户说，申万宏源研究

图 34：“医美”“械字号”热度上升

资料来源：用户说，申万宏源研究

医美类化妆品在药妆热度下滑后，增势迅猛，其中代表性的产品为械字号面膜。械字号医美面膜产品针对医美术后敏感肌，也属于敏感肌护理市场范畴。依据用户说数据显示，2019/09MAT 全年，淘宝天猫全网普通的美容护肤产品，即妆字号产品中，明确标注适合敏感肌使用的产品占比 1.17%，总成交额 8.78 亿；同期，医美面膜年成交额 8.13 亿。同样在 2019/09MAT 全年，阿里医美市场年成交约 9.88 亿，“械字号”共占比 83.79%。

阿里平台械字号医学美容产品线上市场自 2019 年 2 月起全面爆发：依据用户说研究显示，械字号医美面膜产品成交额连续 4 个月高速增长，19 年 6 月平台成交额破亿，9 月成交额达到 1.47 亿，同比上升 1139%。与此同时，医美面膜品牌推出的妆字号护肤产品的市场规模也水涨船高，2019 年 9 月销售额达到 3700 万，同比上升 745%。其中，荣晟、敷尔佳和可复美在过去一年中市场占有率最高，三品牌在 2018 年 9 月至 2019 年 9 月（1 年）期间销售额为 1.5/1.4/1.1 亿元。

图 35：医美面膜占敏感肌市场份额最高

资料来源：用户说，申万宏源研究

图 36：2019/09MAT 医美产品中，械字号产品占比近 84%

资料来源：用户说，申万宏源研究

3.3 药妆代表品牌：薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜

图 37：中国药妆十大品牌

资料来源：用户说，申万宏源研究

1. 薇诺娜：专注敏感肌肤

薇诺娜运用专利植物萃取科技，针对敏感肌的保养护理，创造安全有效的护肤品。妆字号和械字号两类产品皆有，械字号产品投放 OTC 渠道；同时品牌也横跨护肤、彩妆和医美三大领域，其中护肤销售额占比 95%以上。最热门产品为舒敏保湿特护霜，被多个皮肤科教授和医院推荐，主要成分为马齿苋精粹和青刺果油，马齿苋精粹含有大量多糖，帮助强化皮肤屏障，青刺果油所含的脂肪酸含量与人体的皮脂膜成分相近，所以可以促进角质形成细胞，合成神经酰胺和透明质酸，整体实现快速修复、舒缓泛红、干痒、灼热等敏感肌肤问题。

表 6：薇诺娜热门产品情况

明星产品	价格	月销(份)	核心成分	功效
舒敏保湿特护霜	68 元/15g	7 万+	马齿苋精粹+青刺果油+蘑菇葡聚糖+双分子透明质酸钠	快速舒缓泛红等敏感肌肤问题
柔润保湿霜	88 元/80g	1 万+	马齿苋精粹+青刺果油+牛油果提取物+维生素 E 衍生物+透明质酸钠+尿囊素	多重滋养、舒缓敏感、修护屏障
极润保湿面膜	168 元/6 片	2 万+	滇山茶精粹+纳豆精粹+春榆精粹	保湿、补水、滋润
舒敏保湿润肤水	188 元/150ml	8000+	马齿苋精粹+透明质酸钠+葡聚糖	舒缓敏感、温和润肤、补水保湿
清透防晒乳	188 元/50g	2 万+	马齿苋精粹+红没药醇+姜根提取物+生育酚+尿囊素	高倍防晒、舒缓不适、稳定防护

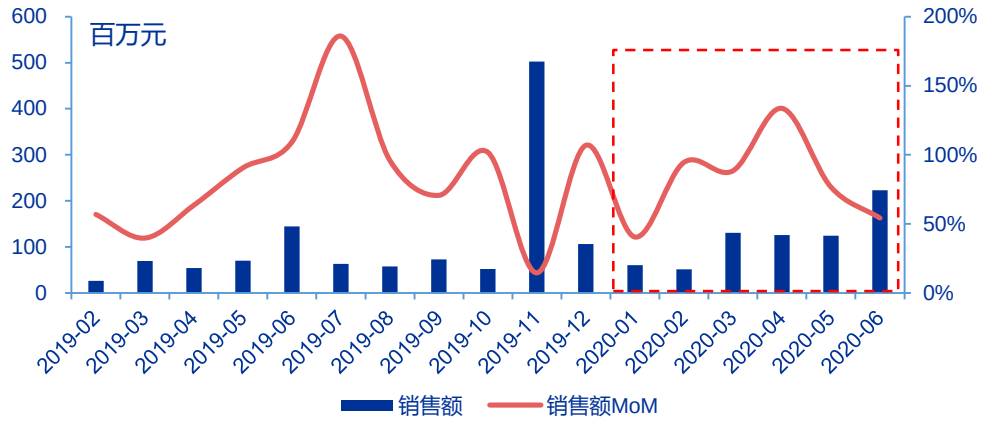
资料来源：薇诺娜天猫旗舰店，申万宏源研究

图 38：薇诺娜热销产品

资料来源：薇诺娜天猫旗舰店，申万宏源研究

销售额方面，依据淘数据 薇诺娜 2019 年天猫淘宝销售额为 12.6 亿元，同比增长 47%；20 年上半年天猫淘宝销售额同比增长 76%至 7.2 亿元。同时**薇诺娜品牌实力在国货护肤品牌中遥遥领先，**品牌母公司贝泰妮在招股书中显示，18 和 19 年，薇诺娜官方旗舰店在天猫“双 11”主营类目（美容护肤/美体/精油类）中，店铺销量排名均位列第 9 名，其中国货类排名分别为第 4 名、第 3 名。2018 至 2020 年，薇诺娜品牌连续三年获得天猫金妆奖。根据 Euromonitor 统计数据，薇诺娜在 2019 年国内皮肤学级护肤品市场中排名第 1。

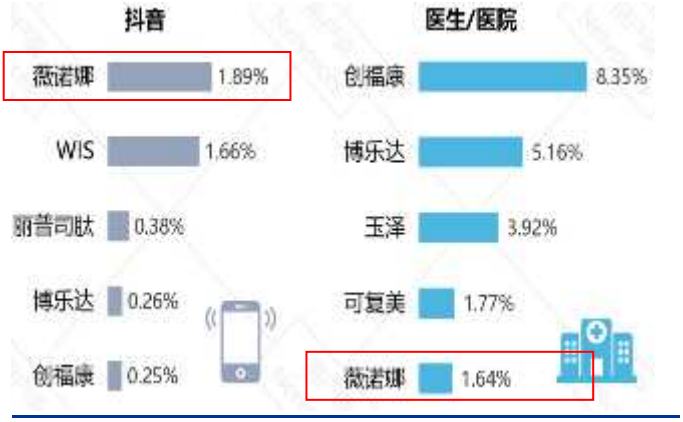
图 39：薇诺娜 20 年上半年天猫淘宝销售额同比增长 76%



资料来源：淘数据，申万宏源研究

营销方面，除为医生推荐的品牌外，薇诺娜也是抖音大户，抖音话题数最高 2277 万次播放，远高于颐莲的 1324 万次、润百颜的 893 万次、玉泽的 32.2 万次。同时品牌布局微博、微信、小红书、聚美优品、蘑菇街等平台，也涉及 KOL、网络直播、IP 合作等形式进行宣传推广和引流，与 101 少女吴宣仪、年轻演员罗云熙合作代言，进一步扩大粉丝群体。

图 40：薇诺娜种草来源主要为抖音



资料来源：用户说，申万宏源研究

图 41：罗云熙、吴宣仪代言薇诺娜

资料来源：微博，申万宏源研究

2. 玉泽：专注皮肤屏障修复

玉泽是一个与上海瑞金医院联合研制的医用化妆品品牌，经过多次临床试验，专注于皮肤屏障修复。产品类型覆盖面霜、保湿水、面膜、身体乳，活性成分以植物提取物为主。其中热销产品之一为皮肤屏障修复面霜，主要成分为牛油果树果酯、霍霍巴籽油、向日葵籽油等，补充皮肤不饱和脂肪酸，从而修复皮肤屏障，主打修复泛红过敏和保湿的功能。

表 7：玉泽热门产品情况

明星产品	价格	月销(份)	核心成分	功效
积雪草修护干面膜	198 元/6 片	7 万+	积雪草提取物+玻尿酸+益生元	修护脆弱、舒缓干燥
皮肤屏障修护保湿霜	158 元/50g	2.5 万+	牛油果树果脂+霍霍巴籽油+油橄榄果油+向日葵籽油+神经酰胺+角鲨烷+半乳糖阿拉伯聚糖	修复泛红过敏、保湿
皮肤屏障修护身体乳	188 元/280ml	2 万+	红花籽油+牛油果树果脂+油橄榄果油+鳄梨油	急救干燥皮肤、提升皮肤自愈力
皮肤屏障修护保湿水	98 元/50ml	1 万+	麦冬根提取物+透明质酸+生物糖胶+亚麻籽提取物+仙人掌提取物	舒缓修护、温和补水、平衡水油

资料来源：玉泽天猫旗舰店，申万宏源研究

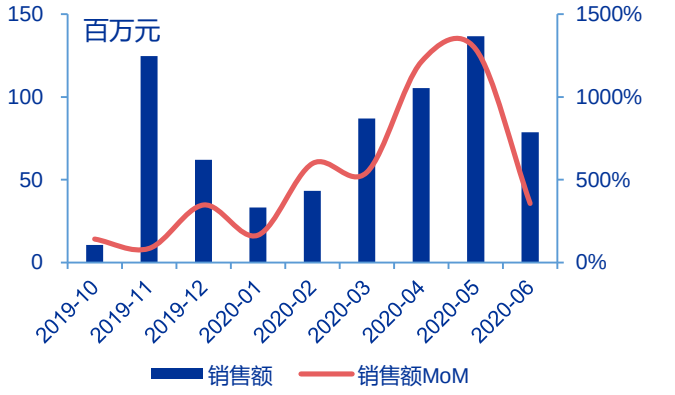
图 42：玉泽积雪草面膜、修护保湿霜、身体乳、屏障修护保湿水（左—右）

资料来源：玉泽天猫旗舰店，申万宏源研究

销售额方面，依据淘数据显示，2019 年玉泽品牌天猫淘宝销售额 2.9 亿元，同比增长 2 倍以上；2020 年上半年品牌天猫淘宝销售额 4.8 亿元，同比增长 6 倍以上，是母公司上海家化旗下受欢迎程度最高、增长最快的品牌之一。依据联商网显示，2019 年双十一玉泽品牌销售额当天同比增长 150%+。2020 年以来，品牌线上销售额增速也是不断提升。

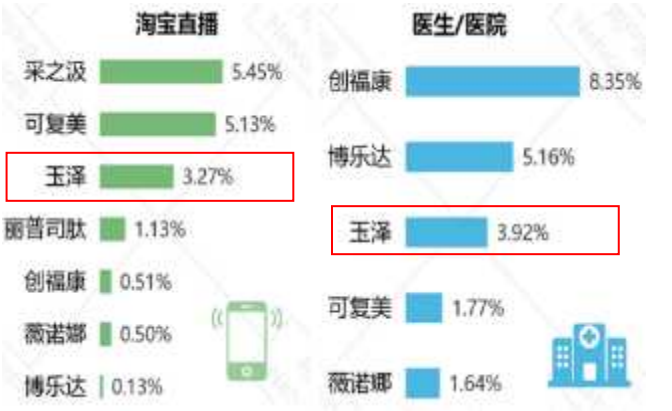
营销方面，玉泽主打线上直播营销和医院推荐。玉泽的崛起为国货化妆品兴起的重要一环，在产品质量受到广泛认可的同时，线上渠道的营销也在不断提升，直播方面，薇娅、李佳琦都为品牌做过推荐。

图 43：20H1 玉泽天猫淘宝销售额 4.8 亿元(+6 倍)



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 44：玉泽种草来源主要为直播和医院推荐



资料来源：用户说，申万宏源研究

3. 颐莲：玻尿酸科技护肤

颐莲为福瑞达旗下玻尿酸为原料的大众护肤品牌，创始人凌沛学教授为玻尿酸之父，品牌从 03 年创立之初开始深耕玻尿酸研究，专注于玻尿酸护肤产品研发。其中玻尿酸次抛、喷雾、精华均为品牌热销产品：玻尿酸日抛主打聚谷氨酸和玻尿酸成分，在补水的同时达到美白的功效；喷雾主打双重玻尿酸，在天猫喷雾类目中销量名列前茅；抗皱紧致精华应用福瑞达黑科技成分硅烷化玻尿酸，在保湿的同时，主打抗老和抗衰的功能，是福瑞达独家专利成分。

表 8：颐莲热门产品情况

明星产品	价格	月销(份)	核心成分	功效
玻尿酸日抛	399 元/30ml	3000+	聚谷氨酸+玻尿酸+2%烟酰胺	补水保湿、提亮
玻尿酸补水喷雾	79 元/300ml	8 万+	双重玻尿酸+冰川矿物水	补水保湿、舒缓
神经酰胺修护水乳	198 元	1 万+	水解玻尿酸+益生元配方+3 重神经酰胺	保湿、维稳、修护
玻尿酸面膜	99 元/10 片	1.5 万+	HA 玻尿酸(5 重复配)+硅藻泥纤贴式膜布	补水、舒缓、修护
抗皱紧致精华	128 元/20ml	6500+	10%硅烷化玻尿酸+2%积雪草精粹	紧致、淡化细纹、抗老

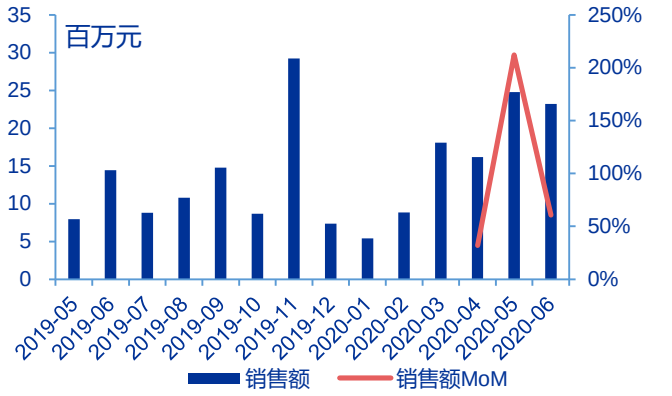
资料来源：颐莲天猫旗舰店，申万宏源研究

图 45：颐莲次抛、喷雾、精华（左—右）

资料来源：颐莲天猫旗舰店，申万宏源研究

销售额方面，20 年上半年线上天猫淘宝销售额近 1 亿元。依据淘数据，2020 年 1-6 月天猫淘宝销售额 9650 万元，其中 4-6 月销售额同比增长 85%，目前来看线上整体销售额（天猫淘宝和京东）已接近去年全年。**营销方面，**品牌起先通过微博 KOL 和小红书进行推广，目前小红书帐号拥有 2.5 万粉丝，然后逐步铺设淘宝直播、抖音短视频等新媒体渠道，目前抖音话题最高获得 1324 万次播放。

图 46：20H1 颐莲天猫淘宝销售额 9650 万元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 47：颐莲抖音话题和小红书官方帐号

资料来源：抖音，小红书，申万宏源研究

4. 润百颜：国内玻尿酸次抛开创者

根据国家药监局化妆品备案显示，润百颜于 2014 年 7 月推出第一款玻尿酸次抛水润原液，为国内玻尿酸次抛开创者。品牌深耕玻尿酸全方位护肤研发，让活性成分与玻尿酸协同作用，从而改善肌肤问题，产品也深厚众多皮肤科医院专家的认可和喜爱。

成分与科技相结合，打造国内玻尿酸原液第一品牌。专利成分 Mini-HA 是通过华熙专利的酶切法，将 HA 切割为极小分子量（小于 1 万道尔顿），拥有良好的透皮吸收效果，可渗透到真皮层，补充基底水分，24 小时透皮吸收率可达到 69.5%。品牌蜂巢玻尿酸紧致次抛原液、蜂巢玻尿酸净肤次抛原液等产品均使用该成分。

4. 玻尿酸产业链相关企业

4.1 华熙生物：玻尿酸原料龙头，化妆品、医美高成长

4.1.1 全球领先微生物发酵技术平台，原料销量全球第一

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。**公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，**开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

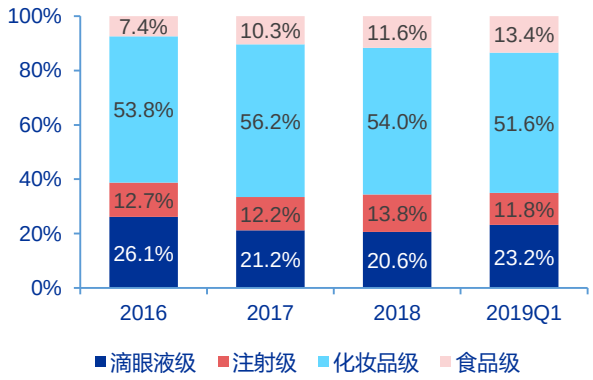
图 48：华熙生物拥有发酵技术、交联技术两大平台

资料来源：公司公告，申万宏源研究

依托领先技术，公司发酵产率远高于行业，且玻尿酸原料销量全球 No.1。公司招股说明书显示，公司透明质酸发酵产率可达 10-13g/L，远高于行业最优发酵产率 6-7g/L 左右。公司通过持续研究和生产工艺的技术革新，实现产能的不断放大，玻尿酸产能从 2000 年 0.8 吨到 2019 年达到 320 吨，产业化规模位居国际前列。据弗若斯特沙利文研究显示，2018 年华熙生物原料销量占据市场第一，市占率约 36%。公司于 20 年 6 月收购玻尿酸原料生产销售企业佛思特，产能新增 100 吨。

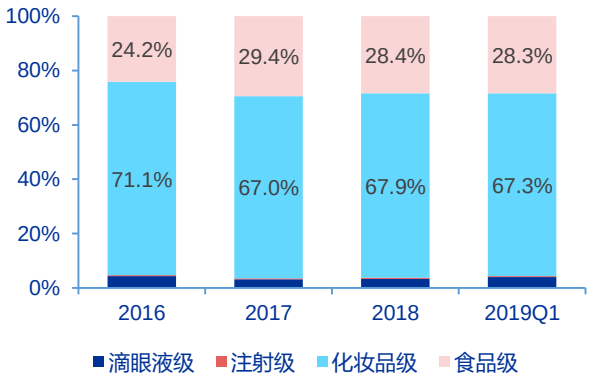
原料端：1）收入来看，占比最高的为化妆品级，近年来保持 50%以上的收入占比；2）销量来看，公司主要销售化妆品级和食品级原料，主要由于医药级原料需求量较少。

图 49：公司原料端收入中化妆品级占比最高



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 50：公司原料端销量化妆品级占比近 70%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

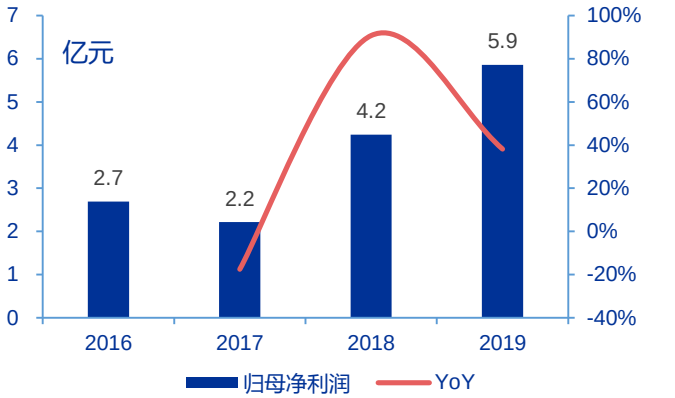
4.1.2 盈利能力稳定，化妆品业务占比提升

华熙生物近年来收入利润快速增长。2019 年华熙生物营收 18.9 亿元 ,同比增长 49%，归母净利润 5.9 亿元 ,同比增长 38%。**分业务类型来看：**1)原料产品 19 年收入 7.6 亿元，同比增长 16.8% ,但营收占比从 16 年 62.4%下滑至 19 年 40.4% ,主要由于化妆品业务的快速增长；2) 医疗终端产品 19 年收入 4.9 亿元，同比增长 56.3%，营收占比为 25.9%；3) 功能性护肤品 19 年收入 6.3 亿元，同比增长 118.5%，收入占比从 16 年 9.0%提升至 33.7%。

图 51：公司 19 年收入 18.9 亿元（+49%）

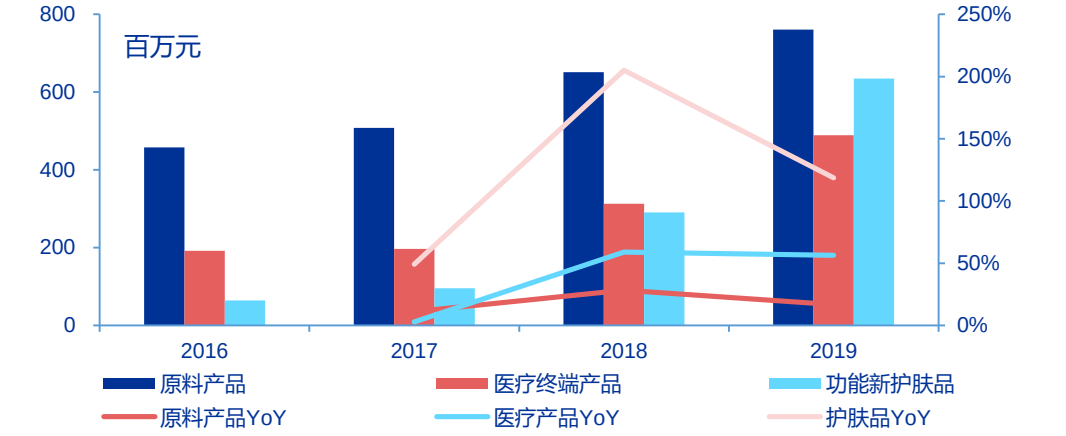
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 52：公司 19 年归母净利润 5.9 亿元（+38%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：公司化妆品业务快速增长

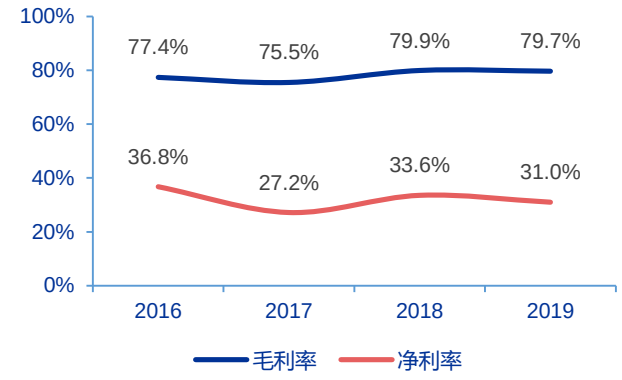


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司整体毛利率较高，盈利能力比较稳定。公司 2019 年原料产品、医疗终端产品、化妆品毛利率分别为 76.1%、86.7%、78.5%，整体毛利率稳定在 75%以上。其中原料类产品中，注射级毛利率最高，近几年在 90%以上，主要由于注射级玻尿酸原料价格高，几乎为化妆品级和食品级的 50 倍(2019Q1 注射级售价为 11 万元/kg ,化妆品级为 2225 元/kg，食品级为 1370 元/kg ）。**净利润率近几年比较稳定，稳定在 30%左右，**公司主要费用用

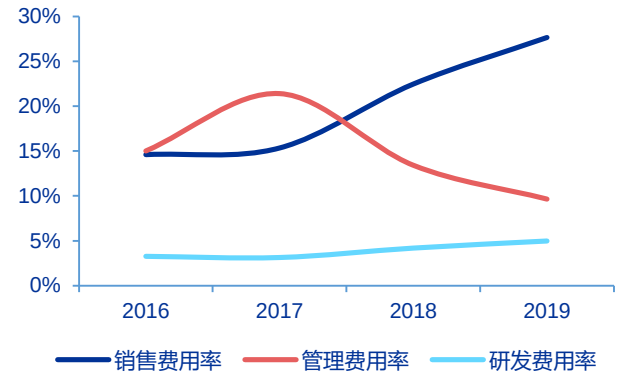
于营销，尤其是化妆品营销，公司销售费用率由 16 年 14.6%上升至 19 年 27.6%。另外，公司逐步加大研发投入，研发费用率从 16 年 3.3%上升至 19 年 5.0%。

图 54：公司毛利率和净利率近年来比较稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 55：公司销售费用率和研发费用率上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：2016-2019 年公司各产品类型毛利率

产品种类	2016	2017	2018	2019
原料业务综合毛利率	**78.68%**	**73.56%**	**76.16%**	**76.12%**
其中：滴眼液级	90.94%	88.37%	87.28%	
注射级	93.82%	92.06%	91.03%	
化妆品级	76.05%	72.84%	74.63%	
食品级	30.68%	30.92%	53.44%	
医疗终端产品综合毛利率	**82.78%**	**84.12%**	**85.49%**	**86.67%**
其中：皮肤类医疗产品	88.42%	87.57%	88.31%	
骨科注射液	39.81%	68.66%	78.84%	
功能性护肤品	**61.37%**	**72.50%**	**83.68%**	**78.54%**
公司综合毛利率	**77.36%**	**75.48%**	**79.92%**	**79.66%**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

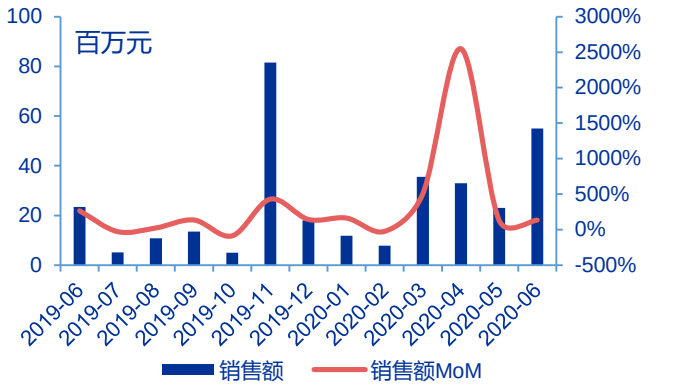
4.1.3 目标打造玻尿酸护肤第一品牌润百颜，米蓓尔、夸迪潜力巨大

伴随国货化妆品的兴起，国内功能性护肤品市场的崛起，华熙生物开始重点布局化妆品业务，目标将润百颜打造成为玻尿酸护肤第一品牌。

润百颜上市以来，掀起玻尿酸护肤的热潮，品牌销售额高速增长。依据淘数据显示，润百颜在天猫淘宝 2019 年销售额 1.9 亿元，同比增速约 60%；2019 年双十一品牌全网销售突破 6 千万元，天猫销售额同比增长 101%；京东销售额同比增长 174%；2020 年上半年品牌天猫淘宝销售额为 1.7 亿元，同比实现 2 倍增长。润百颜主要产品为玻尿酸次抛原液，拥有保湿、紧致等不同功效的产品，其中水润次抛原液 19 年双十一爆卖 330 万+支，主打密集补水、深层滋养，拥有大、小、mini 分子玻尿酸的科学配比，专利 mini 玻尿酸透皮吸收率可达 69.5%。另一热销产品肉肉面膜，含有金缕梅提取物、烟酰胺等成分，帮

助平衡肌肤水油、提亮肤色、修护肌肤屏障，在终端采取 KOL 带货、直播等新媒体营销渠道，获得高反响热度。

图 56：润百颜 20H1 天猫淘宝销售额 1.7 亿元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 57：润百颜热销产品

资料来源：润百颜天猫旗舰店，申万宏源研究

表 10：润百颜热销产品信息

明星产品	价格	月销(份)	核心成分	功效
水润次抛原液	419 元/30ml	2 万+	大小 mini 分子玻尿酸	肌底补水、润亮肌肤、细腻锁水
紧致次抛原液	489 元/30ml	5500+	二裂酵母发酵物+酵母菌	轮廓上扬、充盈弹润、紧致淡纹
肉肉面膜	129 元/5 片	5000+	金缕梅提取物+凝血酸+SEPITONIC	深入补水、光感透亮、修护滋养
水光弹补水次抛	519 元/45ml	1 万+	光甘草定成分+mihiHA	补水、匀亮肤色、透亮肌肤

资料来源：润百颜天猫旗舰店，申万宏源研究

品牌产品不断创新，推出爆款“故宫口红”。2018 年 12 月，故宫博物院与品牌联名推出“故宫口红”，将科技与传统文化相结合，打造一套最具东方审美的口红，斩获天猫美妆奖。2020 年 6 月，品牌与知名动漫 IP 哆啦 A 梦合作，推出“润百颜哆啦 A 梦限定系列”。

图 58：润百颜故宫口红

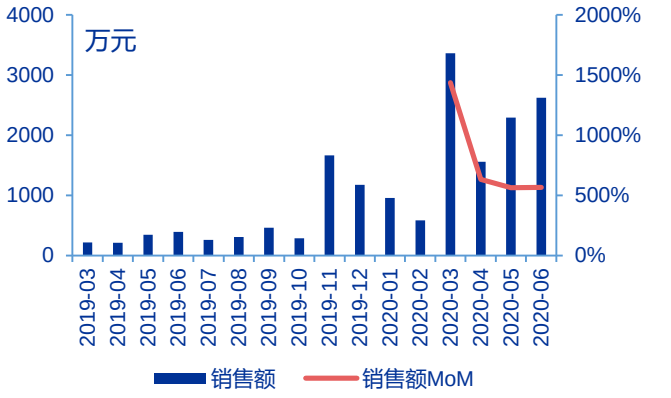
资料来源：润百颜天猫旗舰店，申万宏源研究

图 59：润百颜哆啦 A 梦限定

资料来源：润百颜天猫旗舰店，申万宏源研究

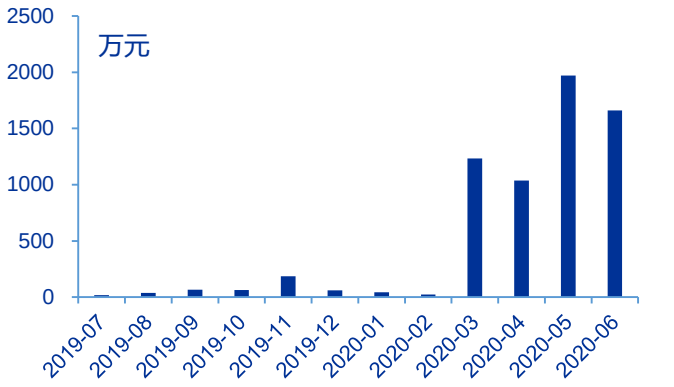
米蓓尔和夸迪为华熙另两个快速成长的化妆品品牌。1）米蓓尔主打冻干面膜和粉水，冻干面膜帮助肌肤维稳、抗糖；粉水平衡肌肤生态、修复受损肌底。依据淘数据，20 年上半年米蓓尔天猫淘宝销售额 1.1 亿元，其中 Q2 同比增长近 6 倍。2）夸迪主打不同种类的 5D 玻尿酸次抛原液，包含祛痘温和调理、补水保湿、收缩毛孔等产品。依据淘数据，20 年上半年夸迪迅速崛起，天猫淘宝销售额实现 5968 万元。

图 60：米蓓尔 20H1 天猫淘宝销售额 1.1 亿元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 61：夸迪 20H1 天猫淘宝销售额 5968 万元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

4.2 鲁商发展：收购福瑞达、焦点，玻尿酸龙头扬帆起航

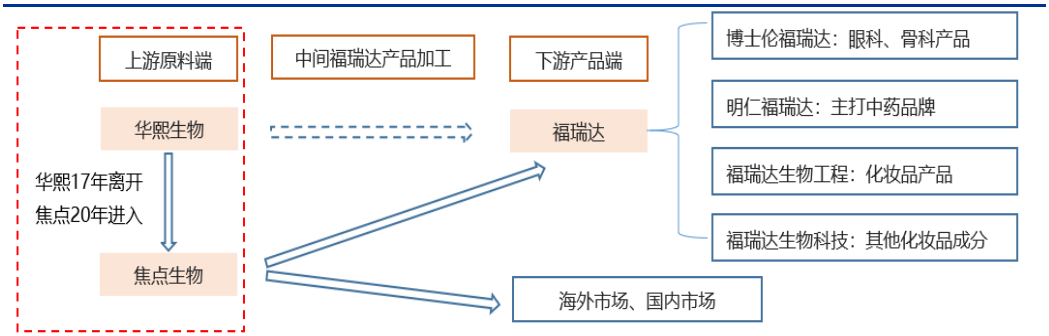
4.2.1 收购福瑞达、焦点生物，完成玻尿酸产业链的完整布局

鲁商发展 2018 年收购山东福瑞达医药集团，2019 年底收购玻尿酸原料生产销售企业焦点生物 60.11%股权，**完成玻尿酸产业链（上游原料生产—产品研发—下游产品销售）的完整布局。**

1）福瑞达玻尿酸科研背景深厚，专注玻尿酸研发生产 37 年。福瑞达前身为山东省商业科学技术研究院，自 1983 年成立至今，先后合资成立福瑞达生物化工（如今的华熙生物，2017 年不再持有股份）、福瑞达生物工程、明仁福瑞达等子公司，发展以玻尿酸为原料的药品和化妆品的研发生产业务。依托山东省药学科学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所，深耕玻尿酸原料和产品研发 37 年。

2）焦点生物深耕玻尿酸原料的开发和销售，产能持续增加和释放。焦点生物销售分为外贸出口和国内销售两部分，目前拥有化妆品级和食品级产能 420 吨，医药级产能正在建设过程中。公司收购焦点生物主要目标为完善上游产业链，布局玻尿酸原料端的生产销售业务。

图 62：公司完整布局玻尿酸产业链

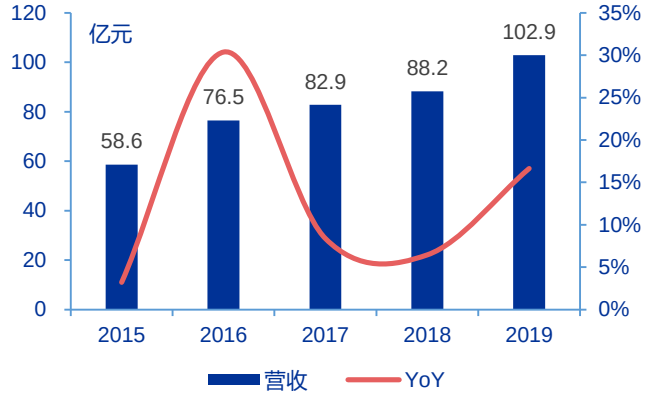


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2.2 化妆品、药品毛利率较高，公司盈利能力不断提升

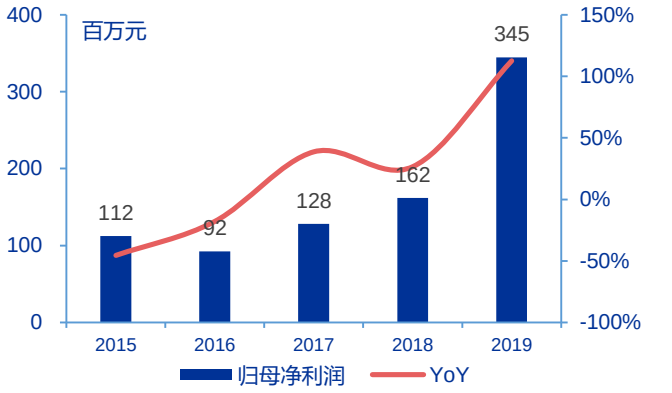
鲁商发展在收购福瑞达后盈利能力不断提升。公司 19 年营收 103 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润同比翻倍至 3.4 亿元。利润率方面，公司毛利率从 2017 年 18.6%上升至 2019 年 21.1%，对应净利率从 1.5%上升至 3.8%。福瑞达主要覆盖药品和化妆品的生产销售业务，拥有较高毛利率，2019 年药品和化妆品毛利率分别为 66%和 61%，拉升整体毛利率增长（保健品 19 年划分到其他品类）。

图 63：公司 19 年营收破百亿，同比增长 16.6%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 64：公司 19 年归母净利润翻倍，至 3.4 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 65：毛利率、净利率近 3 年来不断攀升

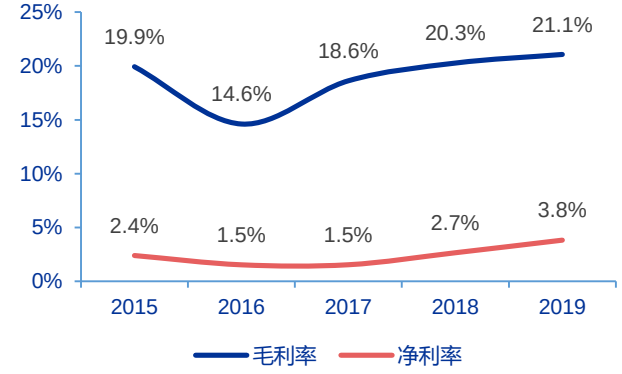
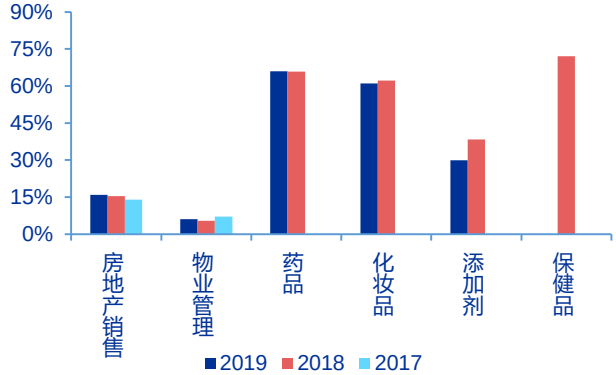


图 66：药品、化妆品拥有较高毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

业绩承诺超额完成，利润占比不断提升。在集团被收购时，山东省商业集团有限公司承诺，山东福瑞达医药集团有限公司 2018-2020 年实现的扣非归母净利润分别不低于 2537.00/5555.74/8493.43 万元，18 年和 19 年公司超额完成业绩承诺，分别实现扣非归母净利润 3102.46 万元和 7349.35 万元，占比公司扣非归母净利润 24.2%和 22.8%，归母净利润占比为 22.8%和 26.1%，随着公司向大健康产业转型逐渐完善以及公司对福瑞达的重视程度不断提升，未来福瑞达集团利润占比有望持续提升。

表 11：山东福瑞达医药集团的业绩承诺及完成情况

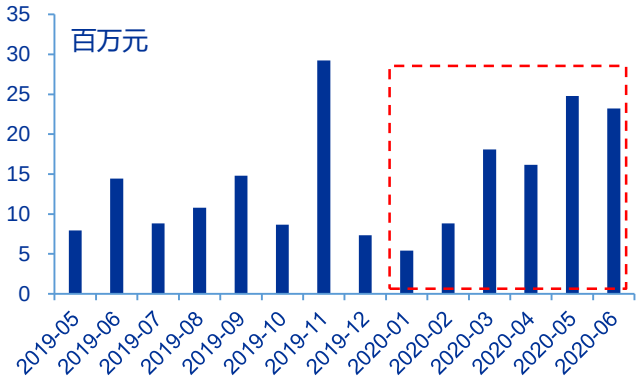
期间	承诺扣非归母净利润(万元)	实际实现扣非归母净利润(万元)	承诺完成率	扣非归母净利润占比
2020 年度	8493.43			
2019 年度	5555.74	7349.35	132.28%	22.8%
2018 年度	2537.00	3102.46	122.29%	24.2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2.3 旗下化妆品品牌快速成长，C 端营销不断加强

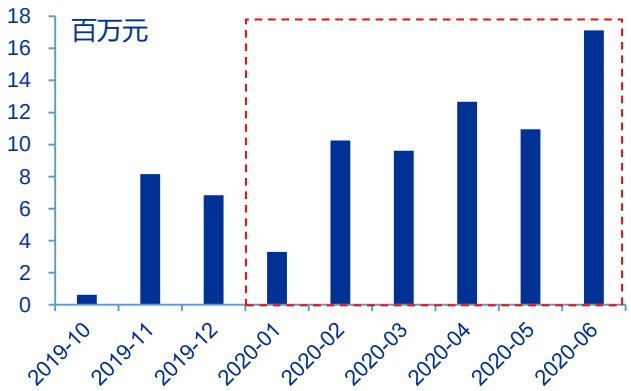
福瑞达旗下化妆品牌快速成长，产能持续扩张。1）福瑞达旗下主要四个化妆品品牌，分别为颐莲（大众玻尿酸护肤品牌）、瑷尔博士（中端修护类护肤品牌）、善颜（高端线下定制护肤品牌）、诠润（主打玻尿酸保湿修护类护肤品牌），其中颐莲和瑷尔博士在今年以来获得高速成长，依据淘数据显示，颐莲 20 年上半年线上销售额实现翻倍增长；瑷尔博士 20 年上半年线上销售额实现 6000-7000 万元，较去年低基数，今年实现爆发式增长。诠润从去年 9 月上线以来，销售额实现 8000 万元以上。**2）化妆品产能扩张，**目前公司拥有化妆品产能收入规模 5 亿元，新产业园的化妆品工厂已封顶完工，可实现收入规模 20 亿元，其中包含基础护肤类、械字号冷敷贴类、彩妆类产品，预计 21 年初实现投产。

图 67：颐莲 20H1 天猫淘宝销售额 9650 万元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 68：瑷尔博士 20H1 天猫淘宝销售额 6390 万元



资料来源：淘数据，申万宏源研究

图 69：颐莲次抛、水乳、精华、喷雾产品图

资料来源：颐莲天猫旗舰店，申万宏源研究

图 70：瑷尔博士精华、益生菌水乳产品图

资料来源：小红书，申万宏源研究

公司 100%控股化妆品孙公司，C 端营销不断加强。根据企查查显示，福瑞达医药对生物工程（化妆品公司）的控股权从 56%上升至 100%，上市公司间接控股福瑞达生物工程 100%股权，化妆品业务预计于 7 月 100%并表。并且公司目前正在全面发力 C 端营销，渠道逐渐铺设淘宝直播、抖音短视频、微博 KOL 推广等新媒体渠道，集团也将其作为工作重点，预计今年投入 15%-20%的相关营销费用，待未来公司营销端完全改善之后，化妆品业务有望成为公司业绩的核心增长点。

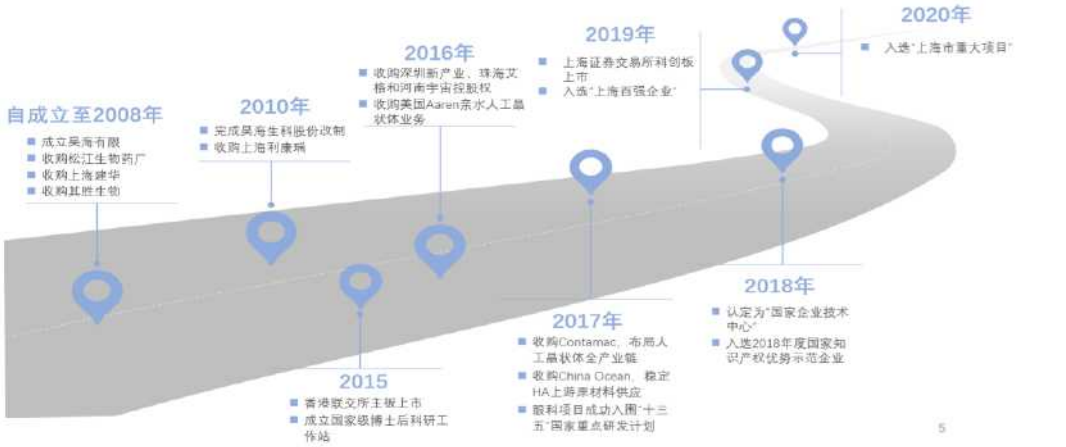
4.3 昊海生科：生物医用材料领导者，重点布局眼科+医美

4.3.1 外延并购起家，自主研发充实业务模块

公司 2007 年收购三家玻尿酸企业，分别为松江生物药厂、上海建华、其胜生物，开始玻尿酸及其相关产品的的研发和生产。2015 年香港上市，获得 23 亿元港币，其中 8 亿元用来陆续并购 5 家人工晶状体上下游产业链的企业。

公司以并购人工晶状体全产业链为目标，逐步并购：1）英国 Contamac，主营生产销售人工晶状体的视光材料和其他透镜类的视光材料，是全世界视光材料最大的供应商之一。目前 Contamac 自身保留 30%股权，创始人也还在公司体系内。**2）美国 Aaren，**是美国老牌人工晶状体品牌，目前在中国有 30 万片的销量，同时也是公司的研发中心之一。**3）河南宇宙、珠海艾格，**两家企业于 90 年代开始做人工晶状体，除有基础款人工晶状体外，宇宙还有国产软性、偏中端的产品，在并购当时较为罕见。**4）深圳新产业，**独家代理国外中高端品牌 Lenstec。**完成这 5 起并购后，公司获得 5 个人工晶状体品牌，目前合计可以产生销量 110 万片人工晶状体。5）杭州爱晶伦（20 年收购），**旗下核心成分 PRL（有晶体眼屈光晶体），针对成年近视矫正，拥有后续可以将晶体取出、且不会破坏眼内组织的特征。

图 71：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司持续加大研发投入，增强可持续发展能力。2019 年公司研发投入 1.2 亿元，同比增长 21.7%，研发费用率从 2016 年 5.5%提升至 2019 年 7.2%。公司围绕四大业务领域拥有 35 个在研项目，研发产品包括角膜塑形镜、非球面多焦点人工晶状体、新型人工玻璃体、交联水光注射剂、无颗粒线性交联玻尿酸、大规格玻璃酸钠注射液等。

图 72：公司部分项目进度

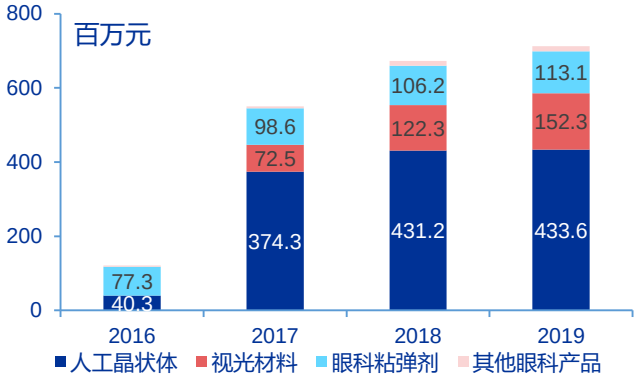
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3.2 人工晶状体全产业链布局，眼科粘弹剂市场领先

人工晶状体和眼科粘弹剂主要用于白内障手术。据中华医学会眼科分会统计，白内障发病率随年龄的增长而增加，中国 60-89 岁人群白内障发病率为 80%，90 岁以上人群发病率达到 90%以上。

公司眼科粘弹剂保持市占率第一，人工晶状体占比眼科收入最高。2019 年公司眼科产品实现收入 7.1 亿元，同比增长 5.9%，占比公司总营收 44.4%，毛利率为 68.4%。眼科产品线主要为人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂和其他产品，收入占眼科产品的比例分别为 61%、21%、16%、2%；收入同比增速分别为 0.6%、24.5%、6.5%、3.8%。

图 73：眼科收入主要来自人工晶状体



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 74：眼科业务主要产品

治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品图示	产品功能及用途
眼科产品	人工晶状体	III 类医疗器械	河南宇宙、珠海艾格、Aaren、深圳新产业		材料包括聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、亲水性丙烯酸及疏水性丙烯酸，用于白内障致盲的治疗，通过手术用人工晶状体替换原混浊的眼内晶体，解决因白内障致盲问题。
	视光材料	医疗器械原材料	Contamac		材料为高分子聚合物，主要用于生产人工晶状体、角膜接触镜等视光产品。
	眼科粘弹剂	III 类医疗器械	昊海生科、其胜生物、河南宇宙、建华生物等		有效成份为透明质酸钠凝胶或眼用羟丙基甲基纤维素，在眼科手术中可以起到缓冲垫作用，加深前房，便于手术操作，保护眼内组织及角膜内皮细胞，提高成功率，减少手术后并发症。
	润眼液	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为医用几丁糖，用于隐形眼镜佩戴前后缓解眼干涩、疲劳。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司人工晶状体市场销量占比约 30%，销售额占比较低。公司于 15 年开始布局人工晶状体，16-17 年相继并购河南宇宙、珠海艾格、英国 Contamac，覆盖上游原料至终端产品品牌。2019 年人工晶状体实现收入 4.3 亿元，公司预计 2019 年中国市场消耗 370 万片人工晶状体，按销量来看，公司预计占有 30%+的市场份额；**按销售额看，**由于人工晶状体的技术主要由国外企业掌握，因此**国外品牌价格远高于国内，**所有国产品牌终端价格维持在 200-3000 元，8000-2 万元的高端产品都为国际品牌，如爱尔康、博士伦、蔡司等，所以按销售额来看，国际品牌市占率近 80%。

图 75：公司人工晶状体品牌

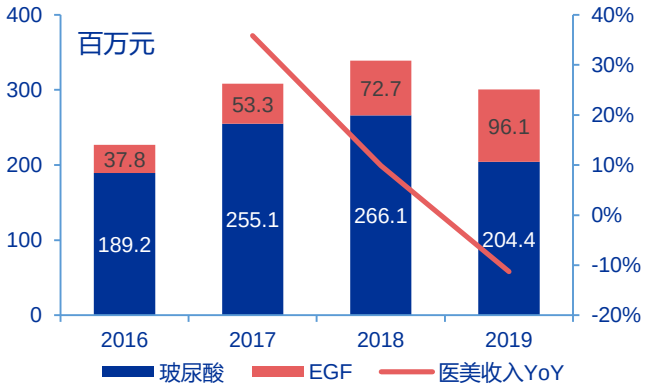
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3.3 国产注射玻尿酸市场领先，海薇、姣兰协同发展

19 年由于政策对医美行业的整顿，收入有所下滑。2019 年医美产品实现收入 3.0 亿元，同比下降 11.3%，占比总营收 18.7%，毛利率为 90.4%。医美与创面护理产品主要为注射用玻尿酸产品和基因工程产品重组人表皮生长因子（EGF），收入占医美与创面护理产品的比例分别为 68%和 32%，收入增速分别为-23.2%、32.2%。19 年收入有所下滑主要

由于医美行业在 19 年开始管理更加严格，多数民营医院 19 年停业整顿，加上公司现款现货，所以对业绩有一定影响。

图 76：玻尿酸为公司主要针剂类医美产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 77：海薇和姣兰品牌介绍

产品图示	品牌名称	交联技术	功能定位	零售价格
	“海薇”	国内首个单项交联技术	塑形	800-1,000元/1ml
	“姣兰”	独家低温二次交联技术	填充	2,680-3,800元/1ml

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司医美产品有“海薇”和“姣兰”，其中海薇为一代，姣兰为二代产品。公司 2014 年进入医美板块，**1）**2014 年 Q1 海薇上市，是国内首个采用单相交联的玻尿酸注射类产品，主打塑性功能，区别当时主打除皱功能的瑞兰、伊婉、润百颜。海薇 2014-2016 年收入分别为 2600 万元、8800 万元、1.8 亿元，实现高速成长。**2）**后来第二代产品姣兰上市，采用双相低温二次交联的技术，主打苹果肌、额头等部位的填充。海薇+姣兰两个产品主打姐妹花的产品营销概念，推向市场，18 年整体收入 2.66 亿元。**3）**第三代新型无颗粒玻尿酸产品“海媚”已在 NMPA 完成注册，海媚直接对标进口品牌瑞兰、乔雅登，售价 1.2-1.5 万元/ml，预计 20 年下半年上市。

玻尿酸产品中，姣兰品牌收入占比逐渐提升，但整体单价有所下滑。随着医美行业的整顿，公司 19 年医美板块收入有所下降，其中定价较低的海薇收入占比下滑，姣兰收入增长较快，收入占比提升。2019 年姣兰品牌收入约 5107 万元，同比快速增长，占比玻尿酸业务约 25%。随着国内医美市场竞争逐渐激烈，海薇玻尿酸产品平均销售价格随着市场竞争的日趋激烈有所下降，带动公司整体玻尿酸产品价格有所下滑，但是定位中高端的姣兰玻尿酸销售收入的增长，部分抵消了海薇玻尿酸产品平均销售价格下降的影响。

图 78：“姣兰”收入占比逐渐提升

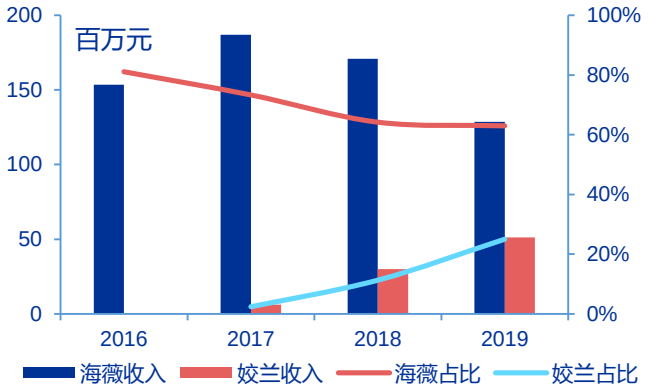
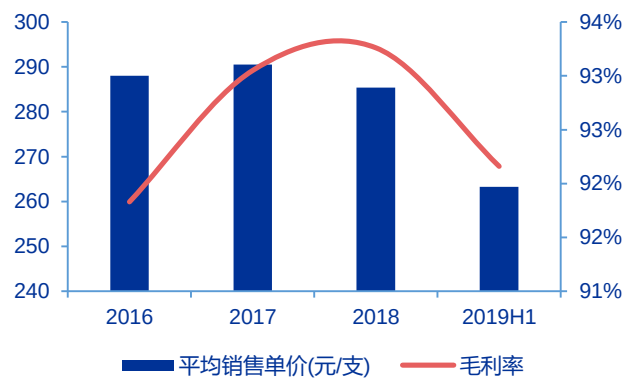


图 79：玻尿酸产品整体单价有所下滑，毛利率微降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

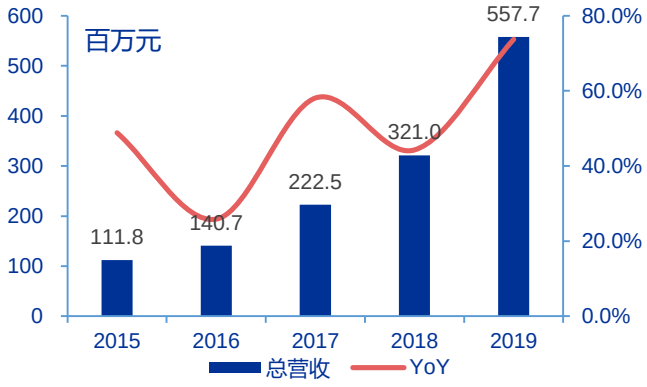
*2019 年海薇收入为估计值

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.4 爱美客：国内玻尿酸针剂类医美市场领先企业

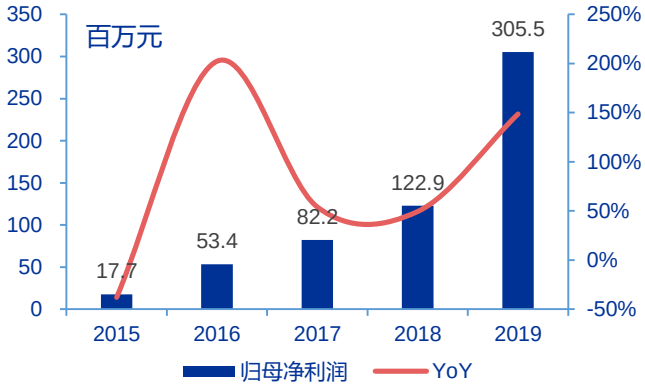
公司是首家取得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业，目前已拥有五款获国家药监局批准的 III 类注射用透明质酸钠系列产品，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业。**公司近年来业绩快速增长。**2019 年公司收入 5.6 亿元，同比实现高增长 73.7%，归母净利润 3.1 亿元，同比增长 148.7%，主要由于产品嗨体的收入规模和利润率的快速提升。

图 80：公司 19 年收入 5.6 亿元（+74%）



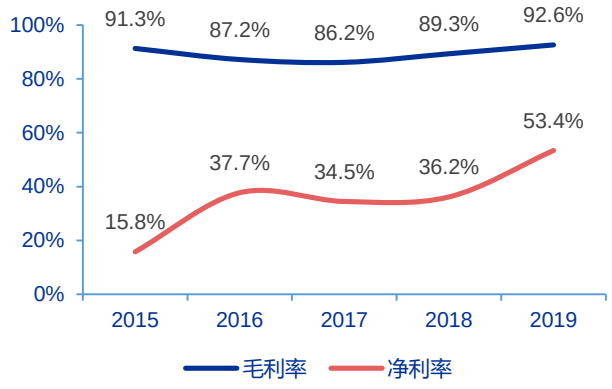
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 81：公司 19 年归母净利润 3.1 亿元（+149%）



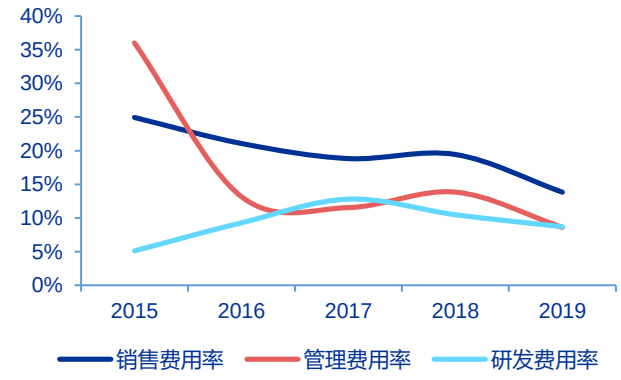
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 82 :公司 19 年毛利率、净利率分别为 93%、53%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 83：公司整体费用率近年来有所下滑



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司核心产品，主要包括逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一、爱美飞等

产品方面，1）爱芙莱产品含有盐酸利多卡因成分，具有舒缓减痛作用，被消费者称为“不痛型玻尿酸”，且产品性价比较高，因此收入增速较快。**2）**近年来消费者对颈纹的关注度愈发提升，而公司的嗨体产品是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三

类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性较快得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅度增长，因此 2019 年嗨体销售收入迅速增加。**3）**宝尼达用于填充和改善额部皱纹、法令纹，且弹性和锁水能力要比其他产品更好、效果维持的时间较长，因此单价相对较高。

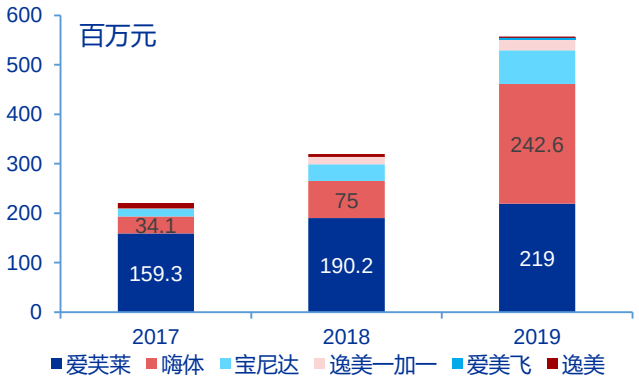
毛利率方面，公司旗下 6 个品牌毛利率在逐年稳步提升，其中宝尼达由于单价较高（2017-2019 年维持 2000 元/支以上），因此毛利率较高。高收入占比的爱芙莱和嗨体毛利率也在逐年提升，是整体毛利率上升的主要原因。

图 84：公司主要医美品牌介绍

产品名称	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	注射用修饰透明质酸钠凝胶	注射用透明质酸钠复合溶液	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	聚对二氧环己酮面部埋植线
品牌	逸美	宝尼达	爱芙莱、爱美飞	嗨体	逸美一加一	紧恋
上市时间	2009/10	2012/10	2015/04	2016/12	2016/12	2019/05
19年价格	700.4元/支	2547.5元/支	310.8元/支 292.8元/支	352.6元/支	1220.9元/支	
产品备注	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	新型针对褶皱皮肤修复的复合注 射材料	国内首款面部埋植线产品

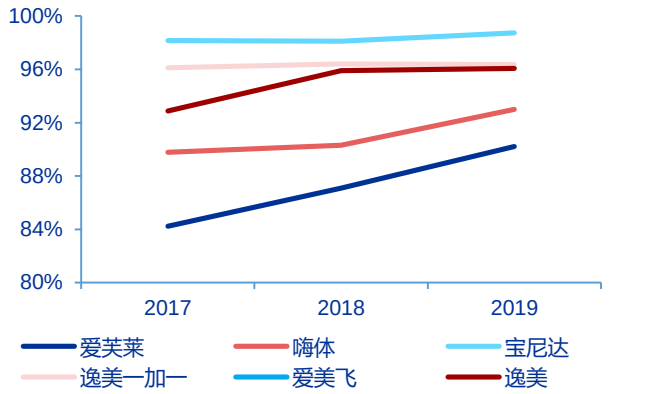
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 85：爱芙莱和嗨体收入占比较高



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 86：各品牌毛利率逐渐上升

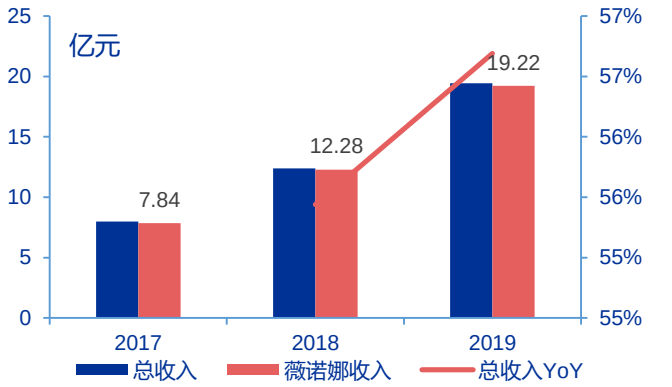


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4.5 贝泰妮：药妆领先品牌薇诺娜母公司

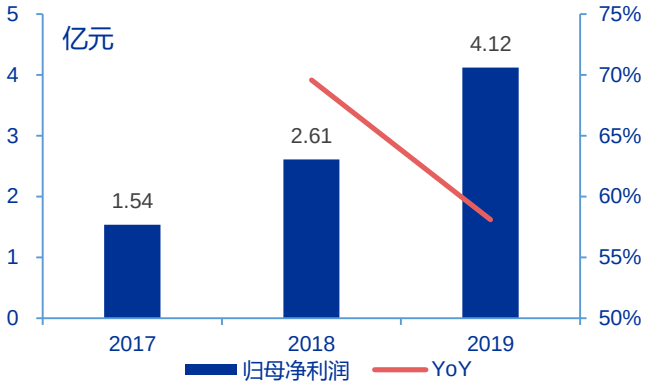
公司以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感肌肤。“薇诺娜”品牌与国际知名化妆品品牌如薇姿、理肤泉、雅漾展开直接竞争，在中国药妆市场中占据主要市场份额。公司 17-19 年营收中薇诺娜品牌收入为 7.84、12.28、19.22 亿元，复合增速为 56.5%，高于中国化妆品市场增速。

图 87：公司 19 年总收入 19.4 亿元（+56.7%）



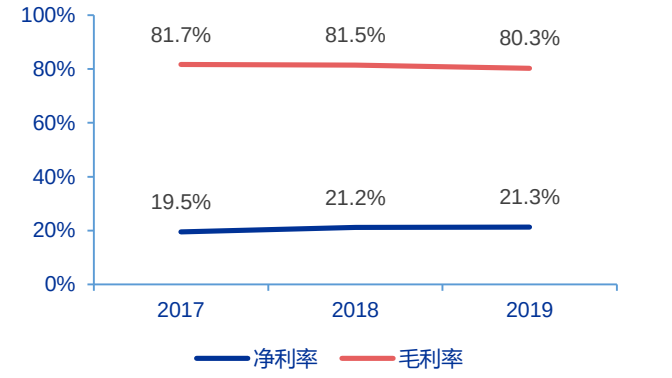
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 88：公司 19 年归母净利润 4.1 亿元（+58%）



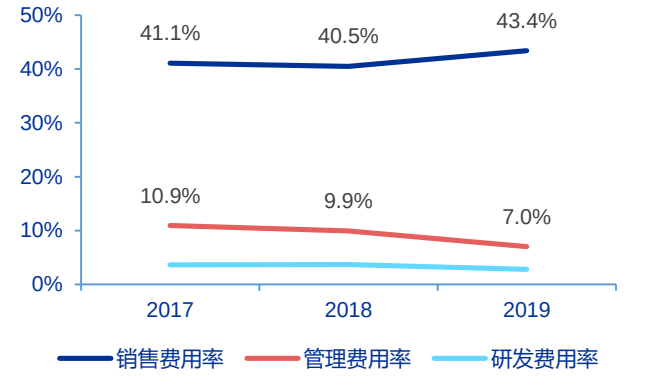
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 89：毛利率和净利率分别稳定 80%和 20%以上



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 90：公司销售费用率较高



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司品牌定位清晰，其中薇诺娜专注于敏感肌肤护理和修饰，是公司长期聚焦和深度打造的主要品牌，该品牌旗下产品线齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械类三大类目；依据产品功效可以细分为“舒敏系列”、“极润保湿系列”、“柔润系列”等 10 大产品系列，其中“舒敏系列”为品牌的畅销产品系列，专注于舒缓肌肤敏感问题，据公司招股说明书显示，17-19 年“舒敏系列”产品销售收入占比主营业务收入分别为 39.2%、39.1%、38.1%，并且其中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”销售收入占比主营业务收入分别为 18.4%、17.8%、18.4%，维持较高占比。另外，**围绕已成功塑造的薇诺娜品牌，公司在此基础上不断衍生，积极拓展多层次销售市场，**塑造了专业婴幼儿护理的 WINONA Baby、专注于痘

痘肌肤护理的痘痘康、专注于高端皮肤修护的 Beauty Answers、专注于干燥性皮肤护理的资润，以满足不同年龄、不同偏好的消费者需求。

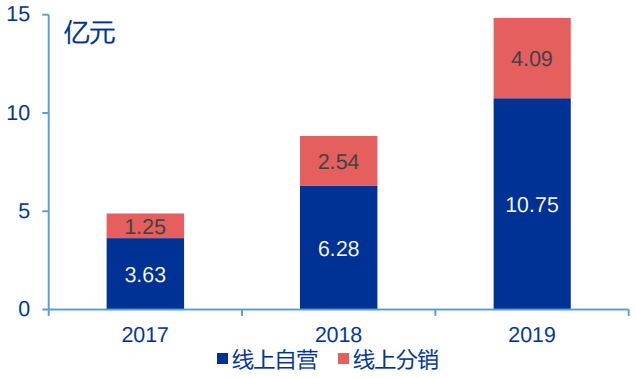
图 91：公司旗下主要品牌及定位

品牌	品牌定位	主要产品
WINONA 薇诺娜	敏感肌肤护理和修饰	护肤：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆：隔离、BB霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜和修护敷料等
WINONA Baby	专业婴幼儿护理	霜
痘痘康	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
BEAUTY ANSWERS	高端皮肤护理	护肤水、面膜、精华等
ZIRUN 资润	干燥性皮肤护理	护肤：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

营销渠道方面，线上销售为公司实现收入最主要的销售渠道。公司紧跟电子商务发展的趋势，快速拓展线上销售渠道，与天猫、唯品会、京东等知名电商平台进行深度合作，并借助微信平台搭建线上商城进行产品销售。2019 年公司线上销售收入为 14.8 亿元，占比主营收超 75%。其中线上以自营为主，主要分为线上推广自营和线上线下相结合的自营。2017-2019 年公司通过天猫（包括天猫超市）、唯品会、京东、微信四大平台实现的销售收入占其主营业务收入比重分别为 55.85%、67.01%、73.18%，占比逐年上升。

图 92：公司线上销售以自营为主



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 93：线上自营和分销的销售模式介绍

销售模式	销售类型	销售模式介绍	主要平台
线上自营	线上推广自营模式	主要通过在大型 B2C 平台开设自营店铺、直接自建平台等形式进行产品的线上推广与销售	天猫、京东、公司官网等
	线上线下相结合的自营模式	主要通过线下推广的形式引导消费者在公司依托微信平台自主搭建的“薇诺娜专柜服务平台”进行产品购买	微信
线上分销	大型 B2C 平台分销模式	公司与大型 B2C 平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品和其他约定方式进行结算	唯品会、京东、天猫超市等
	线上经销商分销模式	公司与线上经销商签订商品购销协议，线上经销商通过在 B2C 平台等开设的自营店铺自主进行产品销售	天猫等

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

薇诺娜为药妆市场领先品牌，拥有忠实用户群体和较高的复购率。经过多年的品牌塑造，薇诺娜在消费者群体中已具备较高知名度，并积累了一批忠实用户群体。目前薇诺娜天猫旗舰店已积累 600 多万粉丝，2019 年品牌线上自营渠道产生实际购买消费者达到 377 万人次，2019 年薇诺娜旗舰店复购率接近 30%，表现出较高的消费者粘性。

5. 投资建议

国内生物发酵提取玻尿酸技术成熟，终端市场需求旺盛。1）玻尿酸原料的发现始于海外，后来中国凌沛学及其团队破解生物发酵提取玻尿酸，降低提取成本，实现玻尿酸的规模化生产。伴随技术的不断成熟，玻尿酸生产和供应效率持续提升，给予需求端成长的核心动力。**2）**终端产品应用范围逐渐扩大，从医药到化妆品和食品，再到口腔护理、肿瘤治疗等新领域，终端市场潜力不断被挖掘，行业红利期逐渐延长。

原料端：玻尿酸原料市场高景气，食品级、化妆品级、医药级产能和销量迅速增长。1）产能：全球玻尿酸原料生产销售 80%以上来自中国，目前原料龙头华熙生物以及销量排名第二的焦点生物产能均为 420 吨，且两家均有继续扩产的计划，未来市场整体产能有望大幅提升。**2）销量：**2018 年全球玻尿酸原料销量为 500 吨，14-18 年整体销量复合增长率为 22.8%，其中食品级、化妆品级、医药级原料销量复合增长率分别为 29.4%、18.0%、22.1%，呈现较快增长的趋势。**①食品级**原料容量目前以海外市场为主，主要由于相关保健食品在海外市场较为普遍；**②化妆品级**玻尿酸作为化妆品中较为基础的成分，需求范围不断扩大；**③医药级**玻尿酸中，用于医美的玻尿酸原料呈现高速成长的趋势。

产品端：玻尿酸终端产品用途广泛，主要看好化妆品和医美产品。1）玻尿酸相关终端产品可按原料级别分别用于食品、化妆品、医药（药+医美产品）。其中食品终端市场主要在海外；化妆品端和医美端，国内增速快于海外。**2）化妆品方面，**目前有 80%以上护肤品添加玻尿酸，且玻尿酸为天猫护肤品类中提及率最高的成分，应用广泛。另外，伴随“成分党”的崛起，安全有效的玻尿酸更是受到消费者的普遍认可。**3）医美方面，**中国目前医美市场渗透率较低，且针剂类医美市场占比逐渐提升，而玻尿酸为主要的针剂类产品，14-18 年终端产品规模复合增速达 32.2%，因此玻尿酸类医美产品也有很大提升空间。

中国药妆市场崛起，代表品牌快速成长。1）敏感肌、“成分党”带动中国药妆市场崛起。由于药妆成分主打安全+有效，因此深受敏感肌和“成分党”的认可。“药妆概念”在法律层面被禁止后，敏感肌、医美、械字号等相关名称热度迅速攀升，引领市场越来越细分化，带动药妆市场规模日益壮大。2）代表品牌薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜均在 20 年以来获得高速成长。依据淘数据显示，2020 年上半年薇诺娜、玉泽、颐莲、润百颜线上天猫淘宝销售额同比增长约 76%、6 倍、1 倍、2 倍，彰显药妆市场景气度高于整体中国化妆品市场。

投资建议及相关标的：我们认为伴随中国化妆品市场的快速成长，以及其中药妆市场的崛起，成分和科技护肤是消费者购买化妆品的重要关注点，加上医美市场的渗透率不断提升，玻尿酸原料端和终端需求市场处于高速成长的赛道。**相关标的：**玻尿酸全产业链覆盖的华熙生物、鲁商发展；重点布局医美的昊海生科（A+H）、爱美客（A 股拟上市公司）；药妆市场领导者贝泰妮（A 股拟上市公司）等。

表 12：相关标的盈利预测

股票代码	股票简称	2020/7/27	EPS				PE			
		市值(亿元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
688363.SH	华熙生物	638.6	1.22	1.54	2.07	2.68	68.4	86.5	64.2	49.7
600223.SH	鲁商发展	135.1	0.34	0.49	0.64	0.79	24.5	27.3	21.0	17.1
688366.SH	昊海生科	239.8	2.08	2.27	2.72	2.95	43.2	59.7	49.8	45.9

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

华熙生物、昊海生科 EPS、PE 预测来源于 Wind 一致预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告